

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO
CILJNO INVESTIRANJE**

Ljubljana, marec 2003

MATIJA ŠIMENC

IZJAVA

Študent Matija Šimenc izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Draška Veselinoviča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 4. 3. 2003

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. MODERNA TEORIJA PORTFELJA	2
2.1. <i>TVEGANJE IN DONOS</i>	2
2.2. <i>UČINKOVITA DIVERZIFIKACIJA</i>	5
2.2.1. <i>DIVERZIFIKACIJA IN TVEGANOST PORTFELJA</i>	5
2.2.2. <i>MARKOWITZEVA TEORIJA</i>	6
2.2.3. <i>UČINKOVITA DIVERZIFIKACIJA Z VEČ TVEGANIMI NALOŽBAMI (OPTIMALEN PORTFELJ) IN Z ENO NETVEGANO NALOŽBO</i>	8
2.3. <i>CAPM MODEL (CAPITAL ASSET PRICING MODEL)</i>	11
2.4. <i>TEORIJA ARBITRAŽNEGA DOLOČANJA CEN (ARBITRAGE PRICING THEORY - APT)</i>	14
2.5. <i>TEORIJA UČINKOVITEGA TRGA (EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS - EMH)</i>	16
3. NAČELA INVESTIRANJA PO WARRENU BUFFETTU	17
3.1. <i>POSLOVNA NAČELA</i>	18
3.1.1. <i>ENOSTAVNOST IN RAZUMLJIVOST</i>	18
3.1.2. <i>DOSLEDNOST POSLOVANJA</i>	18
3.1.3. <i>DOLGOROČNOST POSLA</i>	19
3.2. <i>MENEDŽERSKA NAČELA</i>	19
3.2.1. <i>RACIONALNOST MENEDŽMENTA</i>	20
3.2.2. <i>ODKRITOST MENEDŽMENTA</i>	21
3.2.3. <i>'THE INSTITUTIONAL IMPERATIVE'</i>	21
3.3. <i>FINANČNA NAČELA</i>	22
3.3.1. <i>DONOSNOST LASTNIŠKEGA KAPITALA (ROE)</i>	22
3.3.2. <i>VREDNOST LASTNIŠKEGA KAPITALA ('OWNERS EARNINGS')</i>	24
3.3.3. <i>POSLOVNA PROFITNA MARŽA (DOBIČKOVNOST PRIHODKOV)</i>	25
3.3.4. <i>DOMNEVA ENEGA DOLARJA ('THE ONE-DOLLAR PREMISE')</i>	26
3.4. <i>TRŽNA NAČELA</i>	26
3.4.1. <i>DOLOČITEV VREDNOSTI</i>	26
3.4.2. <i>CENA PODJETJA (DELNICE)</i>	27
4. CILJNO INVESTIRANJE (FOCUS INVESTING).....	28
4.1. <i>ISKANJE PRIMERNEGA PODJETJA</i>	28
4.2. <i>KONCENTRIRANOST NALOŽB</i>	28
4.3. <i>NALOŽBA KOT VERJETNOST</i>	29
4.4. <i>NIZEK OBRAT SREDSTEV</i>	30
4.5. <i>SPREMLJANJE NALOŽBE</i>	30
4.6. <i>PROCES CILJNEGA INVESTIRANJA</i>	30

5. PRIMERJAVA MODERNE TEORIJE PORTFELJA IN CILJNEGA INVESTIRANJA.....	31
5.1. <i>TVEGANJE</i>	31
5.2. <i>DIVERZIFIKACIJA</i>	33
5.3. <i>TEORIJA UČINKOVITEGA TRGA</i>	33
6. NOVA TEORIJA PORTFELJA (FOCUS PORTFOLIO THEORY).....	34
7. GLAVNI PREDSTAVNIKI STRATEGIJE CILJNEGA INVESTIRANJA	35
7.1. <i>JOHN MAYNARD KEYNES</i>	36
7.2. <i>WARREN E. BUFFETT</i>	36
7.3. <i>BILL RUANE</i>	37
7.4. <i>CHARLES MUNGER</i>	38
7.5. <i>LOU SIMPSON</i>	38
8. ZAKLJUČEK.....	39
9. LITERATURA	41
10. VIRI.....	42
PRILOGE	

1. UVOD

Odkar obstaja trg kapitala, se ljudje sprašujejo, kako vrednotiti vrednostne papirje, kakšne metode izbire uporabljati, oziroma kakšne kombinacije tveganih in netveganih naložb, da bi dosegali čimboljše rezultate in se hkrati počutili varne. Ključno vprašanje je torej, kakšno strategijo investiranja izbrati. Skozi čas so se izoblikovale tri glavne metode analiziranja vrednostnih papirjev: temeljna analiza (fundamental analysis), tehnična analiza (technical analysis) in moderna teorija portfelja (modern portfolio theory).

Temeljna analiza je ugotavljanje notranje vrednosti delnic (intrinsic value) skozi analizo bilanc, napovedi prihodnjih ekonomskih in panožnih gibanj (vključevanje rasti v notranjo vrednost). Če se izkaže, da je notranja vrednost večja od cene, je to signal za nakup in obratno, nižja notranja vrednost od cene kaže precenjenost delnice, kar je signal za prodajo.

Tehnična analiza je ugibanje prihodnjih gibanj cen delnic s pomočjo iskanja vzorcev v preteklih cenah delnic oziroma cenovnih trendih. Glavna orodja analize so grafi različnih vrst in matematično-statistični kazalniki, ki so lahko zelo preprosti ali pa močno sofisticirani. Logika analize je, da se vsi dejavniki poslovanja podjetij, ekonomskih gibanj, političnih dogodkov in podobno skoraj v trenutku prezrcalijo na ceno vrednostnih papirjev. Zato so elementi tehnične analize cene in obseg trgovanja.

Moderna teorija portfelja, ki je bližja temeljni analizi, pa poskuša odgovoriti na vprašanje optimalnega portfelja vrednostnih papirjev. Prvi dve se namreč ukvarjata predvsem z ocenjevanjem posameznega vrednostnega papirja in pripadajočim donosom in tveganjem, ta pa išče najboljšo kombinacijo vrednostnih papirjev. Z različnimi papirji, od katerih ima vsak določeno tveganje in donosnost, poskuša oblikovati zelen portfelj, ki vključuje investitorjeve zahteve glede donosnosti in tveganja. Z drugimi besedami, ob določenem donosu omogoča oblikovati najmanj tvegan portfelj in obratno, ob določenem tveganju išče najbolj donosen portfelj.

Poleg teh metod pa se je pojavil nov način investiranja, ki je hkrati tudi kritika moderne teorije portfelja oziroma teorije učinkovitega trga. Predstavniki tega načina, ciljnega investiranja ali bolje rečeno strategije koncentriranega dolgoročnega portfelja, v praksi dosegajo nadpovprečne rezultate, kar postavlja pod vprašaj dosedanje prepričanje, da brez dodatnega tveganja ni mogoče dosegati nadpovprečnih donosov. Predstavniki te nove teorije, med njimi je najbolj znan Warren E. Buffett, pa trdijo, da njihovi uspehi niso naključni in da je mogoče na dolgi rok premagovati trg prav z uporabo načel ciljnega investiranja.

Namen preučevanja je predstaviti novo teorijo, ki se je potrdila v praksi, njene najbolj znane zagovornike in njihove dosežke. Poleg tega v diplomu podrobno predstavljам principe izbire naložb, ki so zelo pomembni pri ciljnem investiranju, saj predstavljajo sito, s katerim ločimo dobre naložbe od povprečnih. To pa je tudi glavni instrument s katerim zmanjšamo ali celo odpravimo tveganje. Vsa načela so povzeta po knjigi *The Warren Buffett Way*, Roberta Hagstroma, ki jih je zapisal na podlagi letnih poročil družbe Berkshire Hathaway in drugih zapisov Warrena Buffetta.

Cilj preučevanja je tudi ločeno prikazati logiko moderne teorije portfelja in ciljnega investiranja. S primerjavo pa bom poskušal ugotoviti primernost obeh teorij v današnjem sodobnem svetu financ, tako na tujem kot na domačem trgu.

2. MODERNA TEORIJA PORTFELJA

V svetu financ obstaja veliko možnosti investiranja v delnice, obveznice, nepremičnine in druge vrste premoženja, ki pa prinašajo zelo različne donose ob različnih stopnjah tveganosti posameznih naložb. Že ljudska modrost pravi, ne stavi vse na enega konja. To pri investicijskih odločitvah pomeni diverzifikacijo, kjer se pojavi vprašanje, koliko investirati v posamezno premoženje. Pomaga nam moderna teorija portfelja, ki se ukvarja z vprašanjem učinkovite diverzifikacije in najboljšo izmenjavo (trade-off) med tveganostjo portfelja in nagrado oziroma donosnostjo portfelja. Z drugimi besedami, preučuje učinke posamezne naložbe na tveganost in donosnost celotnega portfelja, kar nam pomaga določiti optimalen portfelj.

Začetek moderne teorije portfelja predstavlja Markowitzeva¹ teorija, na podlagi katere je bilo razvitih še več modelov oziroma teorij, med katerimi štejemo za najpomembnejše CAPM model (Capital Asset Pricing Model), teorija arbitražnega določanja cen (Arbitrage Pricing Theory) in teorija učinkovitega trga (Efficient Market Hypothesis).

2.1. TVEGANJE IN DONOS

Donos v obdobju (HPR – holding period return) je donos posamezne investicije, sestavljen iz kapitalskega dobička/izgube (razlika med začetno in končno ceno vrednostnega papirja) in dohodka iz dividend ali obresti dobljenih v obdobju.

¹ Harry Markowitz je leta 1952 v članku *Portfolio Selection*, *Journal of Finance*, matematično dokazal svojo teorijo.

Pričakovan donos $E(r)$ je tehtano povprečje možnih donosov. Formalno zapišemo: $E(r) = \sum_s p(s)r(s)$; kjer je $r(s)$ možen donos po scenariju s in $p(s)$ verjetnost tega donosa po s -tem scenariju.

Seveda pa se pričakovan donos v praksi le redko realizira, saj se dejanski donos ponavadi razlikuje od pričakovanega. Postavi se vprašanje, kako določiti negotovost investicije oziroma tveganje.

Če povzamemo tveganje z enim številom, najprej določimo varianco kot pričakovano vrednost kvadratov odklonov od sredine. Odklon je v našem primeru razlika med dejanskim in pričakovanim donosom $[r(s)-E(r)]$, kar lahko imenujemo tudi 'presenečenje':² $\text{var}(r) = \sigma^2 = \sum_s p(s)[r(s) - E(r)]^2$; kjer $p(s)$ predstavlja verjetnost donosa v s -tem scenariju (Blejec, str. 334).

Če pa obravnavamo časovno obdobje, predpostavljamo, da so donosi normalno porazdeljeni, varianco izrazimo z naslednjo enačbo (prav tam):

$$\text{Var}(r) = \sigma^2(r) = \frac{n}{n-1} \sum_{i=1}^n \frac{(r_i - \bar{r})^2}{n} = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2$$

Kvadriranje je potrebno zato, da se negativni in pozitivni odkloni med seboj ne odštejajo, pri tem pa je treba opozoriti, da s kvadriranjem močno poudarimo velike odklone in minimiziramo majhne.

Da damo meri tveganja enake dimenzije kot pričakovanemu donosu, uporabimo standardni odklon, ki je kvadratni koren variance: $SD(r) = \sigma = \sqrt{\text{var}(r)}$.

Varianca (σ^2) in **standardni odklon** (σ) sta torej količini, ki merita, koliko možni donosi odstopajo od pričakovanega. Čim večje je izmerjeno odstopanje, tem večja je verjetnost, da prihodnji donos ne bo enak pričakovanemu, oziroma večje je tveganje.

Netvegana obrestna mera je obrestna mera, dosegljiva z gotovostjo. Tako obrestno mero dosežemo z naložbo v netvegana sredstva, kot so državni vrednostni papirji, na primer zakladne menice (T-bills).

Premija za tveganje je razlika med pričakovanim donosom in netvegano obrestno mero.

Za racionalne investitorje je značilno tudi, da so **nenaklonjeni tveganju (risk averse)**, kar pomeni, da neradi sprejemajo tveganje, oziroma ob danem pričakovanem donosu

² Angleško: 'surprise' return

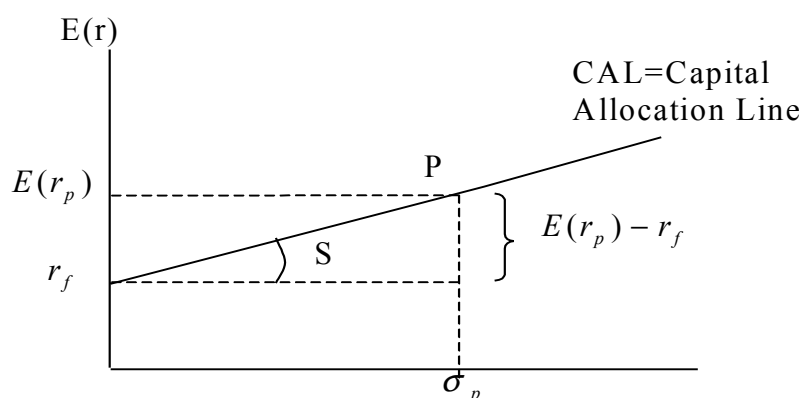
sprejmejo manj tvegano naložbo in obratno, ob danem tveganju sprejmejo naložbo z višjim pričakovanim donosom.

Vsi investitorji pa niso enako, ampak različno naklonjeni tveganju. Da ugotovimo kakšen delež portfelja bo investitor naložil v tvegana in netvegana sredstva, si pomagamo s premico razdelitve kapitala (Capital Allocation Line).

Premica razdelitve kapitala (Capital Allocation Line) prikazuje kombinacije tveganja in donosa pri različni razdelitvi kapitala med tvegana in netvegana sredstva. Naklon (S) je enak povečanju pričakovanega donosa $E(r)$ zaradi povečanja standardnega odklona (σ_p) portfelja. Formalno zapišemo: $S = \frac{E(r_p) - r_f}{\sigma_p}$ (Bodie et al., 2001, str. 172). Z drugimi

besedami: kaže dodaten donos na dodatno tveganje, bolj ko je premica strma, večjo premijo za tveganje [$E(r_p) - r_f$] dobimo na enoto standardnega odklona (tveganja).

Slika 1: Premica razdelitve kapitala (Capital Allocation Line)



Vir: Bodie et al., 2001, str. 172.

V točki P so vsa sredstva naložena v tvegan portfelj, ki ima pričakovan donos $E(r_p)$ in standardni odklon σ_p . Lahko pa bi vsa sredstva naložili po netvegani obrestni meri r_f in standardnim odklonom enakim nič. Če želimo del sredstev naložiti v tvegan portfelj, del pa v netvegano naložbo, bo izbrana točka nekje na premici med obema skrajnostma. Bolj ko smo tveganju nenaklonjeni, bližje bomo točki r_f , manjša bo pričakovana donosnost celotnega portfelja in manjše bo tudi tveganje, merjeno s standardnim odklonom pričakovanih donosov (prav tam).

Da je odnos med tveganjem in obrestno mero (donosom) takšen tudi v praksi, nam potrjujejo zgodovinski podatki zakladnih menic, obveznic in delnic na New York Stock

Exchange (NYSE).³ Bolj tvegana premoženja so prinašala višje donose in premije za tveganje so bile večje.

2.2. UČINKOVITA DIVERZIFIKACIJA

2.2.1. DIVERZIFIKACIJA IN TVEGANOST PORTFELJA

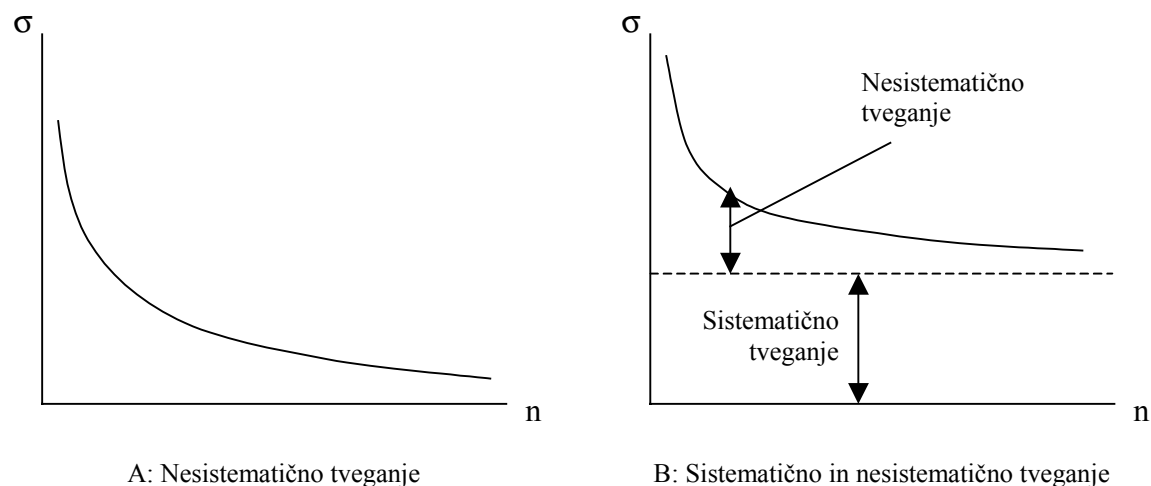
V splošnem na donos vsakega vrednostnega papirja (delnice) vpliva dvoje vrst dejavnikov. Prvi izhajajo iz splošnega ekonomskega okolja in situacije, v kateri se gospodarstvo nahaja. Sem štejemo inflacijo, obrestne mere, menjalne tečaje, ceno nafte, gospodarski cikel in podobno. Nobenega izmed teh makroekonomskih dejavnikov ni mogoče napovedati z gotovostjo, vendar vsi tako ali drugače vplivajo na donos posamezne delnice. To so dejavniki tveganja, ki jim je izpostavljeno celotno gospodarstvo, kar imenujemo **sistematično tveganje** ali tudi **tržno tveganje** (angleško: market risk, systematic risk, nondiversifiable risk) in se mu z diverzifikacijo ni mogoče izogniti (Brigham et al., 1999, str. 950).

Poleg teh dejavnikov pa na uspešnost podjetja (in s tem na donos delnice) vplivajo dejavniki raziskav in razvoja, stil vodenja in filozofija podjetja, zadolženost in podobno, ki so specifični posameznim podjetjem. Izpostavljenost tem dejavnikom imenujemo **nesistematično tveganje** (angleško: nonsystematic risk, unique risk, firm-specific risk, diversifiable risk), za katerega je značilno, da se z diverzifikacijo močno zmanjša ali celo odpravi (prav tam).

Z diverzifikacijo na naš portfelj vplivajo skupni dejavniki in seštevek specifičnih vplivov posameznih delnic, ki pa so različni. Statistično gledano so ti vplivi (firm-specific influences) neodvisni med seboj in nekatere delnice prispevajo pozitivne vplive, nekatere pa negativne vplive na celoten portfelj (Bodie et al., 2001, str. 186). Rezultat je portfelj, ki je v celoti manj tvegan kot posamezna delnica.

³ Bodie, Kane, Marcus: Essentials of Investments, str. 160-162, kjer za obdobje od leta 1926 do 1998 ugotavljajo približno enakomerno normalno porazdelitev donosnosti za vse vrste vrednostnih papirjev in veljavno izmenjavo (trade-off) med tveganjem in donosnostjo.

Slika 2: Sistematično in nesistematično tveganje



Vir: Bodie et al., 2001, str. 186.

Slika 2 prikazuje tveganje portfelja kot funkcijo števila delnic v portfelju (n). Najprej z dodajanjem novih delnic tveganost (standardni odklon - σ) portfelja hitro pada, ko pa število preseže 15, 20 delnic, postane prispevek k zmanjšanju tveganosti portfelja minimalen. Nadaljnja diverzifikacija ni več smiselna in ne prispeva bistveno k varnosti portfelja (Bodie et al., 2001, str. 186).

Diverzifikacija nam torej pomaga zmanjšati tveganost celotnega portfelja, katere papirje in v kakšnem obsegu naj jih vključimo v portfelj, pa je vprašanje učinkovite diverzifikacije, na katerega je prvi našel odgovor Harry Markowitz.

2.2.2. MARKOWITZEVA TEORIJA

Markowitz⁴ je verjel, da sta donos in tveganje povezana. Povezavo med statistično določeno stopnjo tveganja in stopnjo donosa je mogoče kvantificirati in tako določiti stopnjo tveganja, ki je potrebna pri različnih ravneh donosnosti. Z izračuni je podprl svoj sklep, da noben investitor na more dosegati nadpovprečnih donosov, ne da bi se izpostavljaval nadpovprečnemu tveganju.

Njegova teorija je zgrajena na naslednjih predpostavkah:

1. Investitorji gledajo na vsako investicijsko možnost kot na verjetnostno distribucijo pričakovanega donosa v določenem obdobju.
2. Investitorji v določenem obdobju maksimizirajo svojo pričakovano koristnost, njihove krivulje koristnosti kažejo na zmanjševanje mejne koristnosti premoženja.
3. Investitorji ocenjujejo tveganje portfelja le na osnovi variabilnosti donosa portfelja.

⁴ Markowitz H: Portfolio Selection, Journal of Finance, March 1952, str. 77-91

4. Investicijske odločitve sprejemajo le na osnovi pričakovanega donosa ter pričakovanega tveganja, tako da so njihove krivulje koristnosti funkcija pričakovanega donosa in pričakovane variance (oziroma standardnega odklona) donosa.
5. Investitorji so tveganju nenaklonjeni.

Postopek iskanja optimalnega portfelja je mogoče razdeliti na štiri faze (Šimon, 1995, str. 90):

1. Faza: določitev razpoložljivega zbira vrednostnih papirjev;
2. Faza: analiza predvidevanj o prihodnjem gibanju vrednostnih papirjev;
3. Faza: določitev učinkovitega zbira (angl. Efficient set), ki vključuje pričakovane donose, variance ter kovariance vrednostnih papirjev;
4. Faza: določitev investitorjevega najugodnejšega finančnega premoženja, ki upošteva poleg prej navedenega tudi investitorjevo indiferenčno krivuljo (krivuljo koristnosti).

Rezultat Markowitzovega modela je optimalen oziroma učinkovit portfelj, ki pokaže optimalni delež zastopanosti posameznega vrednostnega papirja v portfelju. Učinkovit portfelj minimizira varianco (oziroma standardni odklon) portfelja pri danem pričakovanem donosu portfelja. Pričakovano stopnjo donosa portfelja je mogoče izraziti z enačbo (Prohaska, 1995, str. 599):

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n X_i \times E(R_i)$$

kjer je:

$E(R_p)$ - pričakovan donos portfelja

X_i - delež vrednostnega papirja i v portfelju

$E(R_i)$ - pričakovana donosnost i -tega vrednostnega papirja

n – število papirjev

Standardni odklon portfelja je določen z varianco vsakega vrednostnega papirja ter s korelacijskim koeficientom (kovarianco) parov vrednostnih papirjev. Za določitev učinkovitega zbira je potrebno minimizirati tveganje pri vsaki ravni pričakovanega donosa. Pri tem v klasični teoriji obstaja nekaj omejitev (Prohaska, 1995, str. 600):

1. ne obstaja nepokrita prodaja (angl. short selling),
2. ne obstaja možnost izposoje ali posojanja denarja po netvegani obrestni meri,
3. vsota $X_i = 1$, kar pomeni, da ne obstajajo nealocirana sredstva,
4. $X_i \geq 0$, kar pomeni, da je naložba v vrednostni papir lahko le pozitivna ali enaka nič. V primeru nepokrite prodaje ta omejitev ne bi vzdržala.

Pri tako zastavljenem problemu gre za kvadratično programiranje, katerega cilj je minimizirati tveganost oziroma varianco celotnega portfelja. Istočasno je njegov cilj doseči minimalno sprejemljivo donosnost ob upoštevanju prej navedenih omejitev.

Formaliziran zapis povedanega je (prav tam):

$$\text{Minimiziraj } V_p = \sum_{i=1}^n X_i^2 \sigma^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \sigma_i \sigma_j p_{ij}$$

Pri omejitvah:

$$\sum_{i=1}^n X_i = 1$$

$$\sum_{i=1}^n X_i * E(R_i) = E(R_p)$$

$$X_i \geq 0, i = 1, \dots, n$$

kjer je:

V_p - varianca portfelja

n - število razpoložljivih vrednostnih papirjev

X_i - delež vrednostnega papirja i v portfelju

$E(R_p)$ - pričakovana donosnost portfelja

$E(R_i)$ - pričakovana donosnost i -tega vrednostnega papirja

σ_i^2 - varianca donosnosti i -tega vrednostnega papirja

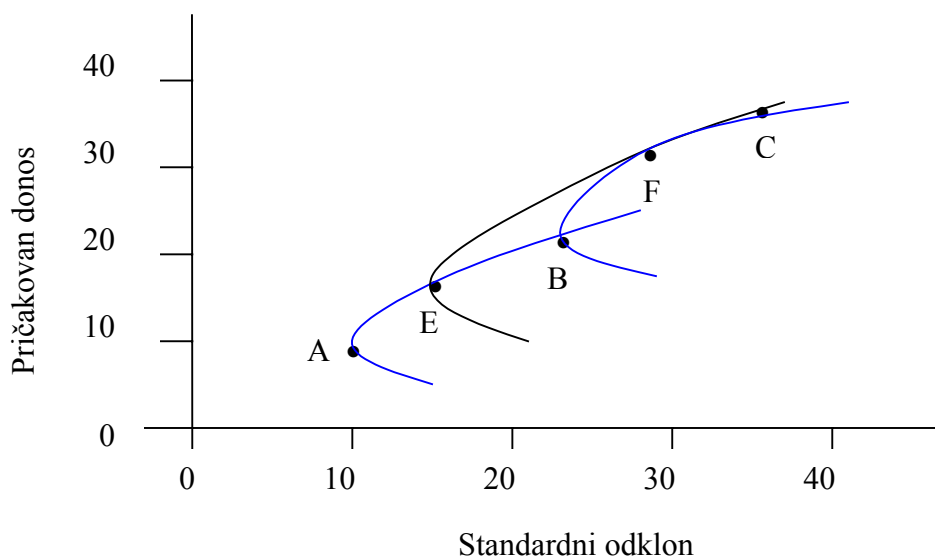
p_{ij} - kovarianca donosov i -tega ter j -tega vrednostnega papirja.

Problem Markowitzve teorije je, da je postavljena na strogih predpostavkah z veliko omejitvami in zahteva veliko izračunavanja. Z modernimi računalniškimi programi se sicer računanje poenostavi, vendar še vedno zahteva veliko časa. Bistveno je, da so ugotovitve te teorije uporabne tudi v praksi, hkrati pa je na tej teoriji zgrajeno večino novejših modelov, ki opisujejo ravnotežje na trgu kapitala.

2.2.3. UČINKOVITA DIVERZIFIKACIJA Z VEČ TVEGANIMI NALOŽBAMI (OPTIMALEN PORTFELJ) IN Z ENO NETVEGANO NALOŽBO

Učinkovito diverzifikacijo izvedemo v treh korakih. Prvič, poiščemo najbolj učinkovite kombinacije tveganja in donosa iz razpoložljivih tveganih naložb. Drugič, določimo **optimalen portfelj tveganih naložb**, ki se dotika najbolj strme CAL linije. Tretjič, določimo primeren **celoten portfelj**, temelječ na investitorjevem odnosu do tveganja s kombiniranjem netvegane naložbe in optimalnega tveganega portfelja.

Slika 3: Portfelji sestavljeni iz treh delnic



Vir: Bodie et al., 2001, str. 204.

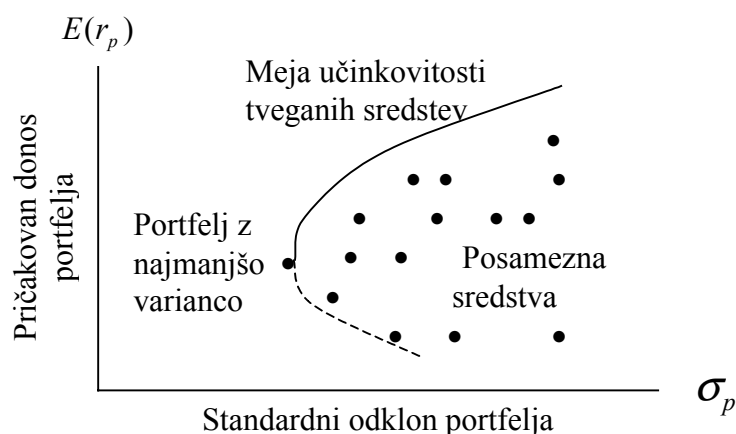
Točke A, B in C prikazujejo pričakovane donose in standardne odklone treh posameznih delnic. Krivulja, ki poteka čez točki A in B, predstavlja vse možne kombinacije tveganje-donos teh dveh delnic. Prav tako krivulja, ki poteka čez točki B in C, kaže vse možne kombinacije tveganje-donos teh dveh delnic. Točka E predstavlja izbran portfelj iz delnic A in B, točka F pa iz delnic B in C. Krivulja, ki poteka čez točki E in F, pa kaže možne kombinacije tveganje-donos dveh portfeljev (E in F), ker pa sta ta dva sestavljena iz delnic A, B in C, krivulja kaže možne portfelje, sestavljene iz vseh treh delnic (prav tam).

Nadalje lahko iz teh treh krivulj vzamemo nove točke in jih kombiniramo v nove portfelje, tako ustvarjamo razpoložljiv zbir delnic (in portfeljev), ki je grafično vedno bolj severo-zahodno (manjši standardni odklon in večji pričakovani donos) in na ta način dobivamo učinkovitejši portfelj.

Podobno kot za tri delnice lahko sestavimo portfelj iz večjega števila delnic. Posamezni papirji so znotraj, sestavljeni portfelji pa so lahko tudi na **meji učinkovitosti (Efficient Frontier)**, to je krivulji, ki navidezno obdaja vse krivulje kombinacij tveganje-donos (prav tam).

Meja učinkovitosti je torej graf, ki povezuje vse 'severo-zahodne' portfelje tveganih sredstev. Predstavlja zbir portfeljev, ki omogočajo najvišje možne pričakovane donose pri dani stopnji standardnega odklona, zato so ti portfelji učinkovito diverzificirani.

Slika 4: Meja učinkovitosti (Efficient Frontier)



Vir: Bodie et al., 2001, str. 204.

Posamezna sredstva se vedno nahajajo znotraj meje učinkovitosti. Ko izbiramo med portfelji na meji učinkovitosti, pa upoštevamo samo tiste nad portfeljem z najmanjšo varianco, saj imajo pri enakem standardnem odklonu višji pričakovani donos. Odsek krivulje od točke portfelja z najmanjšo varianco navzgor prikazuje **racionalne kombinacije deležev tveganih vrednostnih papirjev** (Mramor, 2000, str. 60).

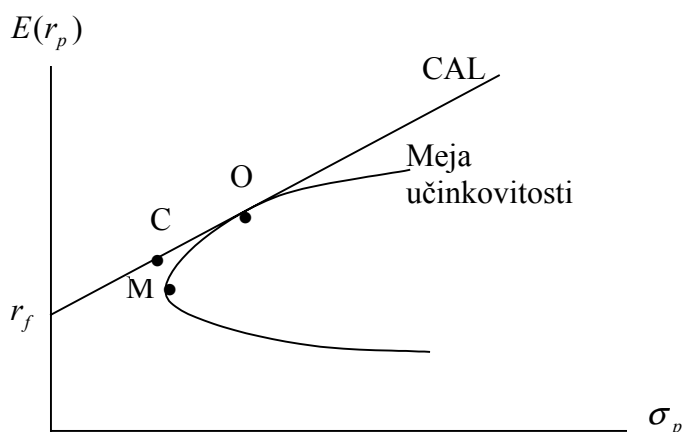
Pri tem pa je treba opozoriti, da različne omejitve (na primer nedovoljena negativna pozicija, zahteve po določeni stopnji dividende in podobno), postavljene s strani zakonodajalca ali pa investitorja, premaknejo portfelj z meje učinkovitosti. Hkrati je tudi priložnost za upravljalce portfeljev, da svojim strankam oblikujejo portfelje glede na njihove preference in zahteve (Bodie et al., 2001, str. 204).

Drugi korak optimizacijskega načrta vključuje tudi netvegano naložbo. Upošteva tekočo netvegano obrestno mero poiščemo najbolj strmo CAL linijo, ki se dotika meje učinkovitosti. V stičišču je optimalen portfelj tveganih sredstev.

V zadnjem koraku investitor izbere sebi primerno kombinacijo med optimalnim tveganim portfeljem in netvegano naložbo. Upravitelj portfelja bo vsem strankam ponudil optimalen portfelj, one pa na podlagi lastne naklonjenosti/nenaklonjenosti tveganju izberejo celoten portfelj nekje na CAL premici med točkama r_f in O. Tisti, ki so bolj naklonjeni tveganju, bodo izbrali celoten portfelj bližje točki O (večji delež portfelja bo obsegal optimalen portfelj tveganih naložb in manjši bo delež netvegane naložbe) in obratno bo tveganju nenaklonjeni investitor izbral točko, ki je bližje točki r_f (Bodie et al., 2001, str. 205). Če bi želel vse investirati v netvegano naložbo, bi izbral ravno točko r_f , če pa bi celoten portfelj obsegal samo tvegane naložbe, bi izbral točko O.

Tako pridemo do odločitve o portfelju, ki je sestavljena iz dveh neodvisnih nalog. Prva je določitev optimalnega portfelja, ki je čisto tehnične narave (prva dva koraka) in je enak za vse investitorje, druga naloga pa je konstrukcija celotnega portfelja, kjer odloča investitor sam, glede na svoje zahteve. Lastnost odločanja o portfelju se imenuje **ločitvena lastnost (Separation Property)**, ki jo je prvi vpeljal James Tobin (1958), Nobelov nagrajenec za ekonomijo leta 1983 (prav tam).

Slika 5: Optimalen portfelj, celoten portfelj



Vir: Bodie et al., 2001, str. 201 in lastna izpeljava.

Na sliki 5 je točka M portfelj z najmanjšo varianco, točka O optimalen portfelj tveganih naložb, ker leži na meji učinkovitosti, in točka C celoten portfelj, sestavljen iz optimalnega tveganega portfelja in netvegane naložbe (na primer zakladnih menic). Kje na CAL liniji leži celoten portfelj, oziroma kakšen delež bo investitor namenil tveganemu portfelju, pa je odvisno od njegovih preferenc oziroma njegovega odnosa do tveganja (prav tam).

2.3. CAPM MODEL (CAPITAL ASSET PRICING MODEL⁵)

CAPM model, katerega avtor je William F. Sharpe, predstavlja središče moderne finančne teorije. S tem modelom lahko napovemo odnos med tveganjem in pričakovano donosnostjo tveganih naložb v ravnotežju.

Osnovna verzija modela ima naslednje predpostavke (Bodie et al., 2001, str. 232):

1. Investitorji ne morejo vplivati na cene s svojim trgovanjem.
2. Vsi investitorji načrtujejo za eno in enako obdobje.

⁵ CAPM – Capital Asset Pricing Model bi lahko prevedli v Model za določanje cen dolgoročnih naložb (Mramor, 1991, str. 1).

3. Investitorji oblikujejo portfelje iz javno trgovanih finančnih sredstev, kot so delnice in obveznice, in imajo dostop do neomejenega posojanja ali izposojanja po netvegani obrestni meri.
4. Investitorji ne plačujejo davkov na dobičke in nimajo transakcijskih stroškov. V tem primeru tudi ne ločijo med kapitalskimi dobički in donosi od dividend.
5. Vsi investitorji so racionalni, kar pomeni, da poskušajo oblikovati optimalne portfelje tveganih sredstev.
6. Vsi investitorji analizirajo vrednostne papirje na enak način in imajo enake ekonomske poglede na svet, zaradi česar pridejo do enakih ocen verjetnostne porazdelitve prihodnjih denarnih tokov iz investiranja v razpoložljive vrednostne papirje (homogena pričakovanja).

Na podlagi strogih predpostavk, ki se od realnosti velikokrat razlikujejo, pridemo do naslednjih zaključkov, ki opisujejo ravnotežje na trgu vrednostnih papirjev (prav tam):

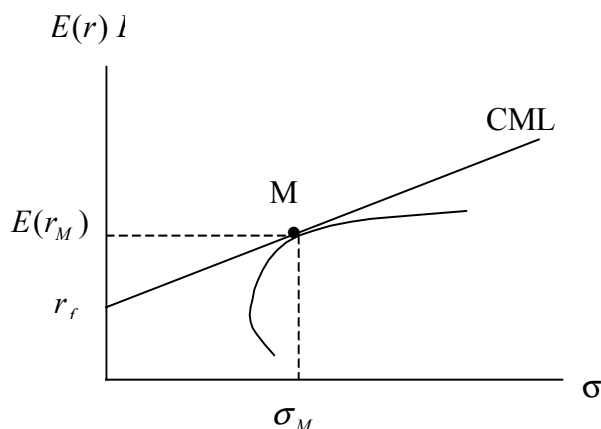
1. Vsi investitorji imajo enak portfelj, to je tržni portfelj (market portfolio $\{M\}$), ki vključuje vse vrednostne papirje. Delež posameznega papirja je enak deležu tržne kapitalizacije tega papirja v skupni kapitalizaciji vseh papirjev. Tako se tvegani portfelji razlikujejo samo po velikosti, celotni pa tudi po razmerju med tveganim portfeljem in naložbo v netvegane vrednostne papirje.
2. Tržni portfelj (market portfolio) bo na meji učinkovitosti. Še več, bo optimalen tvegan portfelj in točka skozi katero gre CAL. Rezultat je premica trga kapitala (Capital Market Line - CML), premica, ki teče od netvegane obrestne mere čez tržni portfelj (točka M).
3. Premija za tveganje na tržni portfelj je proporcionalna varianci tržnega portfelja in investitorjevi stopnji naklonjenosti tveganju. Matematično zapišemo:

$$E(r_M) - r_f = A \times \sigma_M^2 \quad (2.1)$$

kjer je σ_M standardni odklon donosnosti tržnega portfelja in A faktor, ki označuje stopnjo naklonjenosti tveganju povprečnega investitorja.

4. Premija za tveganje posameznega vrednostnega papirja bo proporcionalna premiji za tveganje tržnega portfelja (M) in beta koeficientu (β) posameznega vrednostnega papirja. To pomeni, da je donosnost tržnega portfelja določena samo z enim faktorjem trga kapitala. Beta (β) torej pove, za koliko se spremeni donosnost vrednostnega papirja zaradi spremembe donosnosti tržnega portfelja, oziroma kaže občutljivost donosnosti posameznega papirja (občutljivost cene tega papirja) glede na spremembe donosnosti (cen vrednostnih papirjev) v tržnem portfelju.

Slika 6: Meja učinkovitosti in premica trga kapitala (Capital Market Line)



Vir: Bodie et al., 2001, str. 234.

Ko investitorji kupujejo delnice, njihovo povpraševanje dvigne cene, kar zniža pričakovane stopnje donose in zato tudi premijo za tveganje. Ker premija za tveganje pade, bo vedno več tveganju nenaklonjenih investitorjev umaknilo naložbe iz tveganega tržnega portfelja in jih naložili v netvegano naložbo. V ravnotežju mora biti premija za tveganje na tržni portfelj ravno dovolj visoka, da povzroči, da investitorji držijo razpoložljivo količino delnic. Če je premija previsoka v primerjavi s povprečno stopnjo naklonjenosti tveganju (faktor A), bo povpraševanje po delnicah preveliko in cene se bodo dvignile. Obratno, če je premija prenizka, investitorji ne bi absorbirali ponudbe in cene bi padle. Ravnotežna premija za tveganje tržnega portfelja je torej proporcionalna tako tržnemu tveganju, merjeno z varianco donosov, kot tudi stopnji naklonjenosti tveganju povprečnega investitorja (faktor A), kot kaže enačba (2.1) (Bodie et al., 2001, str. 235).

Če želimo primerjati razmerje premije za tveganje tržnega portfelja s sistematičnim tveganjem tržnega portfelja (beta je 1) in razmerjem posamezne delnice (njene premije za tveganje in njeno beto), zapišemo: $\frac{E(r_M) - r_f}{1} = \frac{E(r_A) - r_f}{\beta_A}$ in s preureditvijo dobimo znano enačbo CAPM modela (prav tam):

$$E(r_A) = r_f + \beta_A [E(r_M) - r_f] \quad (2.2)$$

Ta enačba kaže odnos med pričakovano donosnostjo $[E(r_A)]$ in beto $[\beta_A]$ posamezne naložbe. Pove nam, da je pričakovana oziroma zahtevana donosnost posameznega tveganega vrednostnega papirja enaka donosnosti netveganega vrednostnega papirja $-r_f$, povečana za premijo za tveganje, ki je odvisna od dveh količin (Mramor, 1991, str. 3, 4):

- Cene tveganja, ki velja za vsak posamezen tvegan vrednostni papir in je enaka razliki med pričakovano donosnostjo (diverzificiranega) premoženja, naloženega v

vse tvegane vrednostne papirje, in donosnostjo netveganih vrednostnih papirjev $[E(r_M) - r_f]$ in

- Obsega sistematičnega tveganja posameznega vrednostnega papirja. To je tveganje, ki ga posamezen tvegan vrednostni papir doprinese k tveganju celotnega premoženja in ga zato z diverzifikacijo ni mogoče odpraviti. Navadno ga označujemo z β , njegova vrednost pa je enaka:

$$\beta = \frac{Cov(r_M, r_A)}{Var(r_M)}; \text{ kjer je } Cov(r_M, r_A) \text{ kovarianca med donosnostjo vseh}$$

vrednostnih papirjev skupaj in donosnostjo določenega vrednostnega papirja, ki ga vrednotimo, $Var(r_M)$ pa je varianca donosnosti vseh vrednostnih papirjev skupaj.

Zahtevana oziroma pričakovana donosnost posamezne naložbe je tako sestavljena iz netvegane stopnje donosa in dodatne premije za tveganje, ki ga ta naložba prinese v premoženje. Seveda je premija za tveganje nagrada za prevzemanje sistematičnega (tržnega) tveganja, ki se ga ne da odpraviti z razpršitvijo (Berk et al., 2000, str. 64).

2.4. *TEORIJA ARBITRAŽNEGA DOLOČANJA CEN (ARBITRAGE PRICING THEORY - APT)*

Leta 1976 je Stephen Ross, eden izmed raziskovalcev, ki so preizkušali različne variante CAPM modela, presunil svet z novo teorijo - Arbitrage Pricing Theory (APT). Preučeval je korelacije med pričakovanimi stopnjami donosov, ki bi izločile netvegane dobičke katerih koli investorjev v dobro delujočem trgu kapitala.

Arbitraža je izkoriščanje relativnih razlik v cenah dveh ali več vrednostnih papirjev, tako da profitiramo brez tveganja.

Najbolj očiten primer arbitraže nastane, ko se z določenim papirjem trguje na dveh trgih, kjer so postavljene različne cene. Če so transakcijski stroški manjši od razlike v cenah, simultano trgovanje (nakup na enem in hkratna prodaja na drugem trgu) prinese zagotovljen dobiček brez neto investiranja.

Priložnost za netvegano arbitražo nastane, ko se pojavi možnost, da investitor sestavi ničelni portfelj (zero-investment portfolio). Ničelna naložba pomeni, da investitorjem ni potrebno uporabiti nič lastnega denarja. Da je tak portfelj možno ustvariti, mora imeti investitor možnost nepokrite prodaje (short selling) za vsaj en papir in možnost nakupa (go long) enega ali več papirjev. Če ima investitor na razpolago dve naložbi (dva portfelja) in ena izmed naložb prinaša večji donos v vsakem primeru (v vseh scenarijih), bo investitor nepokrito prodal manj donosno naložbo in hkrati za enako vsoto zavzel pozicijo v bolj donosni naložbi. Neto vrednost investicije je nič (zero-investment portfolio). V tem

primeru ni izpostavljen nobenemu tveganju, hkrati pa z gotovostjo zasluži razliko med donosi obeh naložb (Brigham et al., 1999, str. 997). Tako je majhen investitor, ki uporablja sposojen denar, zainteresiran, da zavzame veliko pozicijo v takem portfelju.

Tako obnašanje investitorjev seveda potisne cene papirjev navzdol oziroma navzgor, dokler obstaja možnost arbitraže. V ravnotežju te možnosti ni, pravimo da cene papirjev v ravnotežju zadostijo pogoju, ki ne dopušča možnosti arbitraže (no-arbitrage condition). Če taki pogoji kljub vsemu obstajajo, kažejo na neracionalnost (neučinkovitost) trga (prav tam).

Bistvena ugotovitev je, da na učinkovitih trgih potrebujemo le nekaj investitorjev, ki s procesom prilagajanja cen poskrbijo, da se ta vrne v ravnotežje. Po CAPM modelu namreč velja, da v primeru tržnega neravnotežja mnogi investitorji prilagajajo svoje majhne portfelje. Vsak investitor je omejen pri prilagajanju z denarnimi zmožnostmi in stopnjo naklonjenosti tveganju in vsota vseh teh prilagoditev zagotavlja veliko količino trgovanja, ki zopet vzpostavi ravnotežje. Glede na to, da APT zahteva manj sodelujočih investitorjev kot CAPM, smo do enakega zaključka prišli z manj strogo oziroma bolj realno predpostavko (Brigham et al., 1999, str. 998).

Arbitraža kot taka se uporablja tudi v bančnih poslih. Možni sta tečajna (devizna) in obrestna arbitraža. V trgovini z devizami pomeni posle nakupa in prodaje deviz pod najbolj ugodnimi pogoji (in praviloma brez rizika med prvovrstnimi bankami). Starejša definicija pravi, da so to nakupi in prodaje deviz na različnih trgih v istem trenutku (na primer nakup devize na cenejšem trgu in takojšnja prodaja na dražjem). Take arbitraže oziroma konverzije so vodile k izenačevanju tečajev na vseh trgih za neko valuto. Danes je zaradi izredno razvite informatike taka definicija zastarela, saj so tečaji na vseh trgih praktično enaki in arbitraža v opisanem smislu težko mogoča (Veselinovič, 1985, str. 300).

V okviru deviznih arbitraž ločimo v glavnem posle *izravnalne* in posle *diferencialne* arbitraže oziroma arbitraže na razliko. Izravnalna arbitraža je nakup valute, ki jo potrebujemo (short position), in prodaja valute, ki jo imamo preveč (long position). Arbitraža na razliko oziroma diferencialna arbitraža pa so postopki deviznega trgovanja, ki imajo namen ustvariti določen devizni dobiček (prav tam).

Tudi v okviru izvedenih finančnih instrumentov poznamo arbitražne posle. To so tisti, s katerimi iščemo razlike za isti produkt na različnih mestih v istem trenutku brez tveganja oziroma z minimalnim tveganjem (Veselinovič, 1996, str. 188). V okviru kombiniranih instrumentov deviznega in mednarodnega kreditnega trgovanja pa poznamo nepokrito obrestno arbitražo (uncovered interest rate arbitrage) in pokrito obrestno arbitražo (covered interest rate arbitrage).

Pri prvi gre za kombinacijo promptnega nakupa določene valute in naložbe kupljene valute v enega izmed mednarodnih kreditnih instrumentov (oz. instrumentov vezav). Mišljena sta nakup in istočasna naložba valute, ki ima za to ugodne možnosti in prinaša visok donos (visoko realno obrestno mero). Nepokrita (uncovered) je taka arbitraža zato, ker se ne zavarujemo pred tečajnim tveganjem, tako lahko ob razvrednotenju valute tudi izgubimo. Zaradi tega se ta uporablja le za zelo kratke roke (na primer čez konec tedna), ko so možnosti za razvrednotenje majhne (Veselinovič, 1991, str. 75, 76).

Pri drugi, pokriti obrestni arbitraži, pa je bistveno, da se zavarujemo pred možnimi tečajnimi nihanjem. Klasična pokrita obrestna arbitraža je kombinacija deviznega swap posla (instrumenta deviznega trgovanja) in naložbe v enega izmed instrumentov mednarodnega kreditnega poslovanja. Promptnemu nakupu določene valute istočasno sledita naložba (v enega izmed instrumentov mednarodnega kreditnega poslovanja) in termska prodaja iste valute (prav tam).

2.5. *TEORIJA UČINKOVITEGA TRGA (EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS - EMH)*

Hipoteza učinkovitega trga predvideva, da cene delnic odražajo vse znane informacije. Razlog za to pa je tekmovanje (konkurenca) investitorjev pri analiziranju delnic. Pri majhnih investitorjih se pojavlja vprašanje smiselnosti analiz, če le-te ne prinašajo dobičkov, ki bi pokrili stroške analiz. Nasprotno se velikim upravljavcem kaj hitro povrnejo že tudi pri majhnih ugotovljenih razlikah med ceno in vrednostjo. Ti z nakupi ali prodajami hitro sprožijo proces približevanja ravnotežni ceni. Več kot je analiziranja, hitreje je prilagajanje cen in trg je bolj učinkovit.

Razlike so tudi med samimi trgi. Razvijajoči trgi niso pod takim drobnogledom analitikov, velikokrat je tudi težje priti do informacij, zaradi česar so ti manj učinkoviti kot, na primer, trg v ZDA. Poleg tega se tudi delnice velikih podjetij pogosteje analizirajo in se natančno spremljajo, za razliko od majhnih, manj znanih podjetij. Tako je tudi na razvitih trgih možnost, da se z analizo vrednostnih papirjev pridobi informacijo, ki omogoča zaslužek.

Pojavi se torej vprašanje, kako učinkovit je nek trg in ne, ali so trgi učinkoviti. Obstajajo tri verzije EMH, ki se razlikujejo po tem, kaj se pojmuje kot *vse dosegljive informacije*, in sicer: šibka (weak-form EMH), srednja (semistrong-form EMH) in močna (strong-form EMH) oblika hipoteze (Brigham et al., 1999, str. 1067).

Šibka verzija pravi, da cene delnic odražajo vse informacije, ki so dosegljive s preučevanjem podatkov o trgovanju, kot so pretekle cene, trgovalne količine in podobno. Po tej verziji je vsako analiziranje brezplodno, saj so ti podatki na voljo vsej javnosti, tako

da signali, ki kažejo nakup ali prodajo, izgubijo vso vrednost, ker se odrazijo kot takojšna sprememba cene, še preden kdor koli utegne trgovati (prav tam).

Srednje močna verzija pravi, da se morajo vse javno dostopne informacije odraziti na ceni delnice. Te informacije so poleg preteklih cen še temeljni podatki o proizvodni liniji podjetja, kvaliteti menedžmenta, intelektualni lastnini (patenti), napovedih prihodkov in podobno. Ker imajo vsi dostop do teh informacij, je cena oblikovana v skladu z enakimi pričakovanji vseh investitorjev. Cena delnice se torej spremeni samo v primeru, če je informacija drugačna od pričakovane (Brigham et al., 1999, str. 1068).

Močna oblika EMH pa pravi, da se v ceni delnice zrcalijo vse informacije, ki zadevajo podjetje, vključujoč notranje informacije, zaradi česar tudi 'insajderji' ne morejo ustvarjati dodatnih dobičkov. Ta teza je precej ekstremna, saj se večina strinja, da ima menedžment dostop do informacij preden postanejo javne. Res pa je, da na razvitih trgih izvajajo močan nadzor nad vodilnimi v podjetju pri trgovanju z delnicami. Tako so na primer, direktorji, menedžerji in pomembni lastniki posameznega podjetja v ZDA dolžni poročati Securities and Exchange Commission (SEC) vse nakupe in prodaje delnic tega podjetja. Strog nadzor je torej usmerjen predvsem proti izrabljanju notranjih informacij in vsako trgovanje na podlagi teh informacij je kaznivo dejanje, kar govori v prid v močni obliki EMH, vendar pa ostaja vprašanje učinkovitosti nadzora (prav tam).

3. NAČELA INVESTIRANJA PO WARRENU BUFFETTU

Kupovanje celega podjetja ali samo del delnic je po prepričanju Warrena Buffetta enako. Bistvenih razlik ni in tudi investitor se mora obnašati, kot da vlaga v posel, kot podjetnik, tako da se počuti kot lastnik podjetja in ne samo lastnik delnic. Na sebe gleda kot analitik podjetij (business analyst) in ne kot tržni analitik (market analyst) ali analitik vrednostnih papirjev (security analyst). Na podjetje gleda s perspektive poslovneža. Ko se odloča o nakupu delnic, gleda holistično, ocenjuje kvantitativne in kvalitativne lastnosti menedžmenta, finančne pozicije in seveda nakupno ceno (Hagstrom, 1995, str. 75).

V skladu s tem je skozi vrsto let izoblikoval štiri vrste načel, po katerih se odloča:

- poslovna načela,
- menedžerska načela,
- finančna načela in
- tržna načela.

3.1. POSLOVNA NAČELA

Da bi izvedeli čimveč o naravi posla, si postavimo tri glavna vprašanja:

- Ali je posel enostaven in razumljiv?
- Ali ima podjetje čvrsto oziroma dosledno zgodovino poslovanja?
- Ali ima posel ugodne dolgoročne možnosti?

3.1.1. ENOSTAVNOST IN RAZUMLJIVOST

Po Buffettovem mnenju je uspeh investitorja v proporcionalni povezavi s stopnjo investitorjevega razumevanja podjetja. Bolj ko je posel razumljiv in enostaven, bolj natančno je predvidevanje o prihodnosti podjetja in manjša je možnost napak, kar v končnem pomeni manjše tveganje.

Seveda pa vsi posli niso razumljivi vsem. Tako se posledično močno zoži krog potencialnih investicij. Glavna kritika leti tudi na Buffetta, ki priznava, da ne ve veliko o tehnoloških podjetjih, zaradi česar tudi ni nikoli investiral vanje. S tem je izpustil velike priložnosti, a se je tudi izognil velikim napakam. Kot pravi sam, investitorju ni treba veliko pravih odločitev, dokler se izogiba velikim napakam⁶ (Hagstrom, 1995, str. 77).

3.1.2. DOSLEDNOST POSLOVANJA

Podjetja z dosledno zgodovino poslovanja so tista, ki proizvajajo enake produkte ali storitve nekaj let in sledijo začrtani poti (strategiji). Imajo izkušnje in utečen posel, predvidevanje o prihodnosti pa je enostavnejše. Taka podjetja so se pokazala kot najdonosnejša (Hagstrom, 1995, str. 77).

V nasprotju s temi pa se nekatera podjetja soočajo s problemi in neuresničeni poslovnimi načrti. Da bi se rešili iz krize, podjetja začnejo iskati nove poti, produkte in v osnovi spreminjajo usmeritev podjetja, zato ker so bili pretekli načrti neuspešni. Vendar taki preobrati redko uspejo, sploh pa, če podjetja vodijo isti ljudje, ki so jih v tako stanje pripeljali (prav tam).

V Sloveniji je kar nekaj podjetij, ki so v fazi preoblikovanja opustila določene proizvodnje ali jih odprodala in se lotila novih poslov. Zanimiv je primer Save d.d., ki je del osnovne dejavnosti (proizvodnja avtomobilskih gum - Sava Tires) prodala multinacionalki Goodyear, kjer je zaenkrat obdržala manjšinski delež z možnostjo odprodaje po določeni ceni (ima prodajno opcijo na preostali 20% delež). Podjetje pa se je začelo širiti na druga področja, ki poleg gumarstva zajemajo še kemijo, trgovino, turizem in nepremičnine

⁶V originalu se glasi: 'An investor needs to do very few things right as long he or she avoids big mistakes.'

(Pismo delničarjem, Sava d.d, julij 2000, str. 2). Težko je soditi o pravilnosti odločitev, predvsem o prihodnji usmeritvi podjetja, ki pomeni korenite spremembe. Posebej vlaganja v turizem pomenijo vstop na trg z uveljavljenimi konkurenti, dosedanje vodstvo pa na tem področju verjetno nima veliko izkušenj.

3.1.3. DOLGOROČNOST POSLA

Warren Buffett vidi ekonomski svet razdeljen na majhno skupino franšiz (franchise⁷) in precej večjo skupino podjetij, ki producirajo splošno uporabne proizvode in storitve (commodity business). Franšizo definira kot podjetje, ki zagotavlja proizvod ali storitev, ki je (1) potreben in zaželen, (2) nima bližnjega nadomestka in (3) ni reguliran. Te značilnosti zagotavljajo podjetju, da lahko zvišuje ceno, ne da bi izgubilo tržni delež, si tako ustvarja ekstra profit in zagotavlja investitorjem nadpovprečne donose (Hagstrom, 1995, str. 78).

Nasprotno pa podjetja, ki producirajo splošno uporabno blago in storitve, ne morejo bistveno razlikovati svojih izdelkov od konkurence. Kljub velikim izdatkom za oglaševanje ne dosegajo bistvene diferenciacije svojih proizvodov. Tako jim ostane le, da tekmujejo s ceno, kar pa zoža profitno maržo in posledično taka podjetja zagotavljajo le povprečne ali nižje donose (prav tam).

Prednosti franšize so torej v možnosti zviševanja cen, v tem, da lažje prenesejo gospodarske krize in tudi slab menedžment. Slabost pa je, da visoki dobički privlačijo druge podjetnike. Ti povečajo konkurenco in z novimi izdelki (nadomestki) zmanjšujejo razlike ter s tem tudi moč franšize.

Na ta način lahko franšiza (franchise) preide v slabo franšizo (weak franchise), nato v močan posel (strong business) in končno v navaden posel (commodity business). Buffett še opozarja, da se s tem močno poveča vloga menedžmenta in sposobnosti vodilnih odločajo, ali bo podjetje v močni konkurenci tudi preživelo (Hagstrom, 1995, str. 79).

Iz povedanega sledi, da imajo podjetja z več lastnostmi franšize ugodnejše dolgoročne možnosti.

3.2. MENEDŽERSKA NAČELA

Največ, kar lahko stori menedžer je, da se obnaša kot lastnik podjetja, da ima za glavni cilj povečevanje vrednosti delničarjev.

⁷ franchise – franšiza, posebna pravica, svoboda (Angleško slovenski slovar, Škerlj, 1960)

To ugotavlja z naslednjimi vprašanji:

- Ali je menedžment racionalen?
- Ali je menedžment odkrit do delničarjev?
- Ali se menedžment upira posnemanju drugih?⁸

3.2.1. RACIONALNOST MENEDŽMENTA

Najpomembnejše delo menedžmenta je alokacija kapitala podjetja, ker ta skozi čas določa vrednost podjetja. Odloča se o reinvestiranju ali vračanju kapitala delničarjem. Odločitev pa je povezana s tem, kje v življenjskem ciklu se podjetje nahaja (Hagstrom, 1995, str. 80).

V začetni fazi (fazi razvoja) podjetje izgublja denar zaradi razvoja izdelkov in prodora na trg. Prodaja je skromna, pravega povpraševanja še ni, stroški pa se večajo. Naslednja je faza rasti. Tu povpraševanje po izdelkih hitro raste, zato mora rasti tudi podjetje, če hoče obdržati ali povečati tržni delež. Da ohranja primerno rast, se mora podjetje financirati tudi od zunaj. Sledi faza zrelosti. Rast se umiri in podjetje začne generirati več denarja kot ga potrebuje za razvoj in stroške poslovanja. V zadnji fazi, upadu, je značilno, da prodaja (prihodki) in dobički padajo, vendar še vedno generira presežek denarja (Pučko, 1999, str. 51, 52 in 229).

V tretji in četrti fazi, predvsem v tretji, je vprašanje alokacije kapitala najpomembnejše. Če je donosnost presežkov, ki se investirajo v podjetju, nadpovprečna oziroma višja od stroškov kapitala, je smiselno, da podjetje zadrži ves dobiček in ga reinvestira. Nasprotno pa je reinvestiranje zadržanih dobičkov po donosnosti, ki je manjša od povprečnih stroškov kapitala (wacc), nesmiselno in iracionalno, vendar v praksi zelo pogosto (Hagstrom, 1995, str. 81).

Podjetje s presežki denarja, ki zagotavlja podpovprečne donose, ima tri možnosti: (1) lahko ignorira problem in investira po nizkih stopnjah, (2) lahko kupi rast ali (3) vrne denar delničarjem. Menedžerji, ki investirajo po nizkih stopnjah, počnejo to v upanju, da so težave kratkoročne in da se bo donosnost čez čas izboljšala. Če izboljšanja ni, cena delnic takega podjetja pade, kar potisne podjetje med potencialne tarče prevzema. Da bi se menedžment zavaroval, se pogosto zateče k drugi možnosti, tako da podjetje samo prevzame drugo podjetje in s tem kupi rast. Vendar pa prevzem spremljata dve težavi: (1) pogosto se prevzeto podjetje preplača in (2) pri integraciji novega podjetja lahko pride do napak, če menedžment nima izkušenj z novimi posli (prav tam).

Po Buffettovem mnenju je za taka podjetja edino smiselno, da vrnejo denar delničarjem v obliki dividend ali z odkupom lastnih delnic. Zadnja možnost je zaželena predvsem v primeru, da je notranja vrednost delnice višja od cene. Če je na primer, cena 50 dolarjev in

⁸ Angleški original: Does management resist 'the institutional imperative'?

notranja vrednost 100 dolarjev, za vsak porabljen dolar podjetje pridobi 2 dolarja notranje vrednosti. Hkrati so taki nakupi pozitiven signal trgu, saj kažejo zaupanje vodstva v podjetje.

Ponovno lahko pogledamo primer Sava d.d., ki je z omenjeno prodajo pridobila znatna denarna sredstva. Nekaj jih je porabila za prevzeme, del sredstev pa namenila za druge naložbe. Tako so po bilanci stanja na dan 31. 12. 2001 denarna sredstva in kratkoročne finančne naložbe (depoziti, posojila podjetjem v skupini, posojila drugim podjetjem, za prodajo odkupljene delnice in deleži ter druga sredstva) obsegala čez 20% celotnih sredstev (Letno poročilo, Sava d.d., 2001, str. 78 in 94.). Mogoče bi bilo bolje, da bi del sredstev vrnila delničarjem v obliki dividend ali pa z nakupom in umikom lastnih delnic, s čimer bi v prihodnje povečala dobiček na delnico.

3.2.2. ODKRITOST MENEDŽMENTA

Podjetja morajo vsako leto podati letno poročilo, v katerem so bistveni podatki, ki nam pomagajo odgovoriti na tri vprašanja. (1) Približno koliko je vredno podjetje? (2) Kakšna je verjetnost, da bo podjetje tudi v prihodnje izpolnjevalo svoje obveznosti? (3) Kako uspešni so menedžerji pri opravljanju svoje službe? (Hagstrom, 1995, str. 83). Če si iz letnega poročila lahko odgovorimo na ta vprašanja, lahko obravnavamo vodilne kot prijazen, k delničarjem usmerjen menedžment.

Vsak menedžment dela napake, vendar nimajo vsi poguma tudi priznati. Bolje je, da so vodilni odkriti z delničarji, kot pa da poskušajo s pretiranim optimizmom zavajati in zmanjševati pomen napak. Kasneje so razočaranja lahko toliko večja, kar zagotovo zmanjša zaupanje v podjetje, to pa se v končnem pokaže tudi na ceni delnice.

Priznanje in zavedanje sta tudi pogoj, da se poskuša težave odpraviti in da se v prihodnje ne ponovijo iste napake (prav tam).

3.2.3. 'THE INSTITUTIONAL IMPERATIVE'

Po Buffettovem mnenju je 'the institutional imperative' težnja menedžmenta, da posnema vedenje drugih menedžerjev, čeprav je nesmiselno ali iracionalno (Hagstrom, 1995, str. 85).

Taka težnja obstaja, (1) kadar se institucija upira spremembam v delovanju in usmeritvi, (2) kadar se poveča obseg dela, zato da zapolnijo razpoložljiv čas in pride do projektov v podjetju ali prevzemov, ki porabijo vsa razpoložljiva denarna sredstva, (3) kadar vsaka ideja, ki pride od vodilnih, dobi podporo, ali (4) ko podjetje brezglavo posnema vodilne v panogi (prav tam).

Razlogi za ta pojav so, tako Buffett, predvsem trije: (1) večina menedžerjev ne more kontrolirati sle po aktivnosti. Taka hiperaktivnost se velikokrat pokaže v prevzemih. (2) Večina menedžerjev stalno primerja svoje rezultate z drugimi v panogi in celo z rezultati v drugih panogah, kar pomaga ustvarjati hiperaktivnost. (3) Večina menedžerjev precenjuje svoje menedžerske sposobnosti (Hagstrom, 1995, str. 85). Glavno opravičilo, ki ga menedžerji najdejo za posnemanje drugih, je mnenje, da če se podjetja A, B in C vedejo podobno, tudi vodilni v podjetju D sklepajo, da je tako vedenje pravilno.

3.3. *FINANČNA NAČELA*

Finančna načela, po katerih Buffett ocenjuje tako menedžersko odličnost, kot gospodarsko uspešnost, je združil v štiri načela:

- Osredotoči se na donosnost kapitala (ROE), namesto na dobiček na delnico (EPS).
- Izračunaj zaslužke lastnika ('owner earnings'), da dobiš pravo oceno vrednosti.
- Išči podjetja z visokimi poslovnimi profitnimi maržami (high profit margins).
- Prepričaj se, da je podjetje za vsak dolar zadržanega dobička ustvarilo vsaj en dolar tržne vrednosti.

Za vse velja, da ne smemo dajati prevelike teže letnim rezultatom, ampak upoštevamo štiri ali petletna povprečja.

3.3.1. DONOSNOST LASTNIŠKEGA KAPITALA (ROE)

Večina analitikov ocenjuje letne rezultate podjetij tako, da primerjajo dobiček na delnico s preteklimi leti, in sicer ali se je ta povečal ali zmanjšal. Vendar pa večina podjetij vsako leto zadrži del dobička, tako povečajo kapital in je zato logično pričakovati, da se dobiček povečuje v primerjavi s preteklimi leti. Kot razlaga Buffett, je to enako kot da bi položil nekaj denarja v banko in pustil, da se obresti akumulirajo in obrestujejo (Hagstrom, 1995, str. 87). Dobiček na delnico je samo začetna točka analize, glavni test menedžerske gospodarske uspešnosti pa je visok delež dobička v primerjavi s kapitalom, torej donosnost kapitala.

Seveda pa je ta kazalec potrebno uporabljati smiselno. Na podjetja, ki imajo v svoji aktivi tržne papirje, trg močno vpliva. Na primer, če je trg v vzponu, to poveča čisto vrednost podjetja in zmanjša pomen osnovne dejavnosti, ki dober dobiček iz poslovanja pokaže relativno majhen. Nasprotno pa nizke cene sredstev (osnovnih sredstev) oziroma vrednostnih papirjev v takem podjetju zmanjšajo kapital delničarjev in slab dobiček iz poslovanja se lahko pokaže kot relativno velik (Hagstrom, 1995, str. 88). Investitorji morajo paziti na vpliv vseh nenavadnih postavk, zato Buffett izloči vse kapitalske

dobičke/izgube in izredne postavke. S tem želi izolirati osnovno dejavnost in ugotoviti, kako uspešno jo menedžment upravlja.

V zvezi s tem je potrebno razumeti, kako lahko vplivamo na donosnost kapitala oziroma kako jo povečati. To lahko naredimo na pet načinov:

- s povečanjem obrata sredstev,
- s povečanjem marž,
- s plačilom nižjih davkov,
- s povečanjem finančnega vzvoda,
- z uporabo cenejšega finančnega vzvoda.

Do teh ugotovitev smo prišli z razstavljanjem osnovne formule donosnosti kapitala. Donosnost kapitala lahko zapišemo kot (Du Pontova identiteta):

$$ROE = \frac{\check{C}D}{K}; \text{ kjer je}$$

ROE – donosnost lastniškega kapitala,

ČD – čisti dobiček in

K – povprečen celotni kapital (Turk et al., 2001, str. 559).

Če dano formulo pomnožimo z razmerjem sredstva/sredstva in preoblikujemo, dobimo:

$$ROE = \frac{\check{C}D}{K} \times \frac{S}{S} = \frac{\check{C}D}{S} \times \frac{S}{K};$$

kjer S predstavlja povprečna celotna sredstva (Dittmar, 2000, str. 67).

Tako smo ROE izrazili kot produkt donosnosti sredstev (ROA) in razmerjem med sredstvi in kapitalom. Naprej lahko preoblikujemo formulo tako, da desno stran pomnožimo z razmerjem prihodki/prihodki in dobimo:

$$ROE = \frac{PRIH}{PRIH} \times \frac{\check{C}D}{S} \times \frac{S}{K} = \frac{\check{C}D}{PRIH} \times \frac{PRIH}{S} \times \frac{S}{K};$$

kjer PRIH predstavlja prihodke od prodaje (prav tam).

Z drugimi besedami lahko enačbo zapišemo kot: donosnost kapitala = profitna marža × obrat sredstev × kapitalski koeficient (equity multiplier)⁹.

⁹ Kapitalni koeficient definiramo kot razmerje sredstev in lastniškega kapitala. Ker se večkrat uporablja razmerje dolg/kapital, lahko to preoblikujemo: $\frac{S}{K} = \frac{D+K}{K} = 1 + \frac{D}{K}$; kjer S pomeni sredstva, D dolg in K lastniški kapital (equity multiplier=1+Debt-equity ratio).

Tako pridemo do zaključka, da na donosnost lastniškega kapitala vplivajo uspešnost poslovanja (merjeno s profitno maržo), učinkovitost uporabe sredstev (merjeno z obratom sredstev) in finančni vzvod (merjeno s kapitalnim koeficientom) (Dittmar, 2000, str. 67, 68). Če temu dodamo še davčni vidik, dobimo vseh pet načinov izboljšanja donosnosti kapitala.

Na podlagi tega se lahko poglobimo v poslovanje podjetja in ugotovimo, kako ga menedžment upravlja oziroma kakšne možnosti za izboljšanje še obstajajo.

Pomemben je še en pogled na donosnost kapitala. Ta namreč omogoča večjo rast podjetja (in dividend) z lastnimi sredstvi (zadržanimi dobički) brez zunanjega financiranja. Če predpostavimo, da je celotna rast financirana izključno iz notranjih virov (zadržanih dobičkov), lahko zapišemo povezavo med rastjo dividend in donosnostjo kapitala:

$$g = \text{stopnja zadržanih dobičkov} \times \text{ROE} = (1 - \text{stopnja izplačila dividend}) \times \text{ROE};$$

kjer je g stopnja rasti dividend (Dittmar, 2000, str. 136).

3.3.2. VREDNOST LASTNIŠKEGA KAPITALA ('OWNERS EARNINGS')

Pojem 'owners earnings', ki ga uporablja Buffett, zajema pričakovane prihodnje denarne tokove podjetja in ga lahko enačimo s prostim denarnim tokom. Podjetje je vredno toliko kot bo v svojem življenju prineslo lastnikom.

Prosti denarni tok (free cash flow) je celotni denarni tok po obdavčenju kapitala, tako lastniškega kot dolžniškega. Je denarni tok po plačanih davkih in vseh naložbah v tekočem letu, ki je na voljo tako lastnikom kot upnikom podjetja. Samo če podjetje ni zadolženo, je ta prosti denarni tok v celoti na voljo lastnikom (Pintar, 1999, str. 53).

Vrednost celotnega podjetja je enaka vsoti prihodnjih diskontiranih prostih denarnih tokov (Pintar, 1999, str. 58).

Vrednost dolga oziroma dolg podjetja pa je enak sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki so namenjeni lastnikom dolga. Vrednotimo le vrednost obstoječega dolga na dan vrednotenja. Za prihodnje zadolžitve se namreč predvideva, da je njihova čista sedanja vrednost enaka nič, ker so denarni tokovi teh zadolžitev enaki sedanji vrednosti prihodnjih odplačil, diskontiranih z oportunitetnimi stroški dolga (prav tam).

Da dobimo **vrednost lastniškega kapitala**, moramo od vrednosti celotnega podjetja odšteti vrednost dolga. Vrednost ene delnice (notranja vrednost delnice) pa dobimo tako, da vrednost lastniškega kapitala delimo s številom delnic.

Tabela 1: Shema za izračun prostega denarnega toka po posredni metodi

Dobiček po davkih	Profit after Taxes
+ Amortizacija	+ Depreciation
- Povečanje terjatev iz poslovanja	- Increase in Accounts Receivable (A/R)
- Povečanje zalog	- Increase in Inventories
+ Povečanje obveznosti iz poslovanja	+ Increase in Accounts Payable (A/P)
+ neplačani davki	+ Increase in Taxes Payable
+ obresti po davkih	+ After-Tax Interest Expense
= denarni tok iz poslovanja	= Cash from Operations (CFO)
- čisto povečanje v osnovna sredstva	- Net Increase in Property, Plant and Equipment (PP&E), at Cost
= Prosti denarni tok	= Free Cash Flow

Vir: Dittmar, 2000, str. 39.

3.3.3. POSLOVNA PROFITNA MARŽA (DOBIČKOVNOST PRIHODKOV)

Cilj vsakega menedžmenta je prevesti prodajo oziroma prihodke v dobiček. Koliko dobička bo ustvarjenega, pa določajo stroški. Zato mora menedžment stalno stremeti k nižanju stroškov. Buffett ne ceni podjetij, ki ob težavah razglašajo nove načrte za nižanje stroškov in iščejo 'notranje rezerve'. Namesto tega pričakuje stalen boj s stroški tako ob rekordnih dobičkih kot ob slabšem poslovanju. Poslovna profitna marža kaže delež dobička v prihodkih. Višja kot je, bolj uspešno se podjetje spopada s stroški in kaže na večjo konkurenčnost podjetja. To predvsem pride do izraza v neugodnih gospodarskih razmerah, ko je pritisk na nižanje cen. Podjetja z visoko profitno maržo obstanejo, tista z nizko pa zaidejo v izgube ali celo propadejo (Hagstrom, 1995, str. 91).

Poslovna profitna marža (stopnja čiste dobičkovnosti prihodkov od poslovanja) je kazalnik gospodarnosti in se izračuna (Turk et al., 1999, str. 624):

st. čiste dobičkovnosti prih. od posl.=čisti dobiček od posl./prihodki od posl.

Pri kazalnikih gospodarnosti je treba razlikovati med učinkovitostjo in uspešnostjo. Učinkovitost je značilnost delovanja, da se zahtevana naloga izpolni v določenem času. Merimo jo z ugotavljanjem, kaj dosežemo z učinki glede na vložke ali potroške. Povsem mogoče je, da je nekdo učinkovit, se pravi, da ustvarja svoje proizvode ali opravlja storitve tehnično-tehnološko povsem smotrno, a je neuspešen, ker na trgu zaradi takšnih ali drugačnih vzrokov za svoje proizvode ali storitve ne dosega primernih cen. Na drugi strani pa si je mogoče zamisliti tudi, da je nekdo neučinkovit, toda zaradi monopolističnega položaja dosega visoke prodajne cene, ki močno presegajo stroške in je zaradi tega uspešen. Računovodski kazalniki v finančnem računovodstvu kažejo gospodarsko uspešnost, za ugotavljanje učinkovitosti pa si je treba pomagati z drugimi kazalniki (Turk

et al., 1999, str. 620). Ta kazalnik je torej potrebno uporabljati smiselno in v povezavi z drugimi kazalniki, da čim natančneje ugotovimo dejansko stanje.

3.3.4. DOMNEVA ENEGA DOLARJA ('THE ONE-DOLLAR PREMISE')

Podjetje mora za en zadržani dolar dobička ustvariti vsaj en dolar tržne vrednosti.

S tem hitrim testom ocenjujemo uspešnost menedžmenta pri doseganju glavnega cilja, to je povečevanje vrednosti za delničarje. Na kratek rok cene delnic nihajo, vendar v daljšem obdobju dobro naloženi zadržani dobički dajo dobre rezultate, kar trg prej ali slej prizna. Obratno se podpovprečni donosi, ustvarjeni z zadržanimi dobički, na trgu skozi čas pokažejo v obliki nižje cene delnice. V daljšem časovnem obdobju se mora torej zadržani dobiček pokazati v višji ceni delnice, povečanje pa mora biti vsaj enako zadržanim dobičkom (Hagstrom, 1995, str. 92).

3.4. TRŽNA NAČELA

Cena je določena na trgu, vrednost delnice pa določi analitik, ko preuči podjetje, menedžment in finančne rezultate. Cena in vrednost nista nujno enaki. Če bi bil trg učinkovit, bi se cena takoj prilagodila znanim informacijam, vendar pa se to v praksi ne dogaja. Iz različnih razlogov se cena giba včasih nad, včasih pa pod vrednostjo delnice. Teoretično je delovanje investitorja določeno z razliko med ceno in vrednostjo. Če je cena nižja od vrednosti, delnico kupi ali obdrži in obratno, če je višja jo proda oziroma ne kupi.

Racionalni investitor se tako sooči z dvema vprašanjema:

- Kakšna je vrednost posla (notranja vrednost delnice)?
- Ali se posel (delnico) lahko kupi z določenim popustom glede na vrednost?

3.4.1. DOLOČITEV VREDNOSTI

Tradicionalno obstajajo trije načini za določitev vrednosti. Prvi je po likvidacijski vrednosti podjetja. To je preprosto vrednost, ki jo dobimo ob prodaji lastnine podjetja in poplačilu obveznosti, če podjetje ukinemo. Predpostavljamo, da podjetje ne bo več poslovalo in se zato ne oziramo na prihodnost. Drugi način vrednoti podjetje kot vsoto vseh diskontiranih prihodnjih denarnih tokov, ki jih skozi obstoj podjetja lahko pričakujemo. Ko je zaradi nepredvidljive prihodnosti pretežno izračunavanje denarnih tokov, pa se analitiki zatečejo k trejemu načinu, to je tržnim primerjavam. Podjetje primerjajo s podobnimi podjetji in nanj aplicirajo primerne koeficiente, kot so razmerja

med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico (P/E), med tržno ceno in knjigovodsko vrednostjo (P/B) in podobno (Hagstrom, 1995, str. 93).

Po Buffettovem mnenju je najpravilnejše vrednotenje podjetij z oceno diskontiranih prihodnjih prostih denarnih tokov. Določitev vrednosti podjetja tako zajema dve spremenljivki: (1) prihodnji denarni tok in (2) primerno obrestno mero. V skladu z načelom enostavnosti in razumljivosti in načelom dolgoročnih ugodnih možnosti je računanje prihodnjih denarnih tokov enostavno (Hagstrom, 1995, str. 95). V primeru, da ne more določiti prihodnjih zaslužkov podjetja, pa Buffett niti ne poskuša ocenjevati vrednosti in se naložbi raje odpove. Za obrestno mero uporablja obrestno mero dolgoročnih državnih obveznic (long-term US government bond), kar je najbližje netvegani obrestni meri.

Pričakovali bi, da tako nizki obrestni meri doda vsaj premijo za tveganje zaradi negotovih prihodnjih denarnih tokov. Vendar, kot pravi sam, je v obdobju nizkih obrestnih mer potrebna previdnost pri njihovi uporabi, nasploh pa se tveganju izogiba in zato premije za tveganje ne dodaja. Prvič, izloči finančno tveganje, tako da izloči podjetja z visoko stopnjo dolžniškega financiranja. Drugič, zmanjša ali celo odpravi poslovno tveganje, ko se osredotoči samo na podjetja z doslednimi in predvidljivimi donosi.

V praksi sta se razvila dva pogleda na naložbe, s tem pa dva tipa investorjev. Prvi, ki iščejo naložbe z nizkimi P/E, nizkimi P/B koeficienti in visoko dividendno donosnostjo, jih imenujemo 'value investors'. Drugi, ki iščejo rastoča podjetja z visokimi P/E koeficienti in nizkimi dividendnimi donosi, so 'growth investors' oziroma uporabljajo pristop iskanja rastočih podjetij (growth-stock approach) (Graham, 1973, str. 76). Po Buffettovem mnenju pa je rast samo eden izmed izračunov, ki pomagajo ocenjevati vrednost. Ne glede, ali podjetje raste ali ne, ali kaže stabilne zaslužke ali pa so ti ciklični, ali so razmerja P/E in P/B visoka ali nizka, investicija, ki se na podlagi diskontiranega prostega denarnega toka izkaže za najcenejšo, je prava.

3.4.2. CENA PODJETJA (DELNICE)

Osredotočenje na podjetja, ki so razumljiva, imajo dobro preteklost in predvidljivo prihodnost ter k delničarjem usmerjen menedžment, kljub temu ne zagotavlja uspeha. Napake so možne zaradi: (1) nakupne cene, (2) menedžmenta ali (3) drugačne prihodnosti podjetja od pričakovane, kar je tudi najpogostejši razlog. Zato se Buffett naslanja na metodo 'margin of safety'¹⁰. Če je cena rahlo pod notranjo vrednostjo delnice, to še ni razlog za nakup. Ta razlika mora biti občutna, tako da se tveganje zaradi zmanjšane notranje vrednosti minimizira (Hagstrom, 1995, str. 96). Ta razlika med notranjo vrednostjo in ceno je 'rob varnosti' in večji kot je, bolj varna je naložba. Na primer, če investor kupi delnico s 25% popustom glede na notranjo vrednost in se notranja vrednost

¹⁰ 'margin of safety' je podrobneje predstavljena v knjigi B.Graham: The Intelligent Investor.

zmanjša za 10%, mu bo nakup še vedno omogočal primeren donos. Tu predpostavljamo, da trg prej ali slej prizna pravo vrednost oziroma, da se cene tendenčno približujejo notranji vrednosti.

4. CILJNO INVESTIRANJE (FOCUS INVESTING)

Bistvo ciljnega investiranja bi lahko povzeli: »Izberi nekaj delnic, za katere je verjetno, da bodo prinašale nadpovprečne donose, koncentriraj večji del portfelja v teh delnicah in imej moč, da se upreš kratkoročnim tržnim nihanjem.« Ali kot je na vprašanje Roberta G. Hagstroma, kakšni strategiji sledi, odgovoril Warren E. Buffett: »Robert, ciljamo na nekaj izjemnih podjetij. Smo ciljni investitorji.« (Hagstrom, 1999, str. 1 in 2)

4.1. ISKANJE PRIMERNEGA PODJETJA

Z leti izkušenj je Buffet našel pot, kako izbrati dobra podjetja. Njegova logika sloni na preprostosti in zdravem razumu. Če ima podjetje dobre rezultate in ga vodijo pametni ljudje, se bo ta vrednost prej ali slej poznala na ceni delnice. Tako večino časa porabi za analizo poslovanja in ovrednotenje menedžmenta, ne pa za analizo cen. Tako delo ni povsem preprosto in zahteva nekaj energije, vendar je po njegovem mnenju rezultat uporabnejši kot pri tehnični analizi. Sam proces izbire podjetja je večplasten, zato si pomaga z načeli ocenjevanja podjetij, ki so podrobneje opisana v tretjem poglavju.

4.2. KONCENTRIRANOST NALOŽB

Danes se kot temelj varnega investiranja uporablja diverzifikacija. Večino odprtih ali zaprtih skladov ima v svojem portfelju sto in več različnih vrednostnih papirjev. Oblikovali so se indeksni skladi, ki vlagajo v papirje posameznega panožnega indeksa. Skladi so postali glavni igralci na trgu in tako že sami predstavljajo trg. V takih razmerah je skoraj nemogoče pričakovati nadpovprečne donose ali da skladi 'premagajo trg'. Prav tako je posameznik, ki razprši svoje naložbe, v podobnem položaju. Pričakuje lahko le povprečne rezultate. Če se posameznik ne spozna na poslovne finance, je izbira za sklad seveda pravilna odločitev. Za tiste, ki nekaj vedo o ekonomiji, trgu kapitala in so pripravljeni nameniti nekaj časa analizam delnic in podjetij, razpršitev, po mnenju ciljnih investorjev, ni najboljša izbira. Postavi se vprašanje, ali lahko v daljšem obdobju investitor dosega nadpovprečne donose. Po mnenju nekaterih znanih finančnikov je odgovor ciljno investiranje (Hagstrom, 1999, str. 9).

Glavna kritika ciljnih investitorjev je, da se z diverzifikacijo močno poveča verjetnost, da kupiš nekaj, o čemer ne veš dosti. Pri tem Buffett najraje citira britanskega ekonomista Johna M. Keynesa, ki je že leta 1934 zapisal: »Napačno je mišljenje, da lahko posameznik omeji svoje tveganje z razpršitvijo naložb med podjetja, o katerih ne ve veliko in nima posebnega razloga za zaupanje... Posameznikovo znanje in izkušnje so nedvomno omejene in le redko se najdejo več kot dve ali tri podjetja, za katera sam čutim, da jim lahko popolnoma zaupam.«¹¹ (Berkshire Hathaway Annual Report, 1991, str. 15). Ta misel velja za prvi zapis o ciljnem investiranju.

Ciljni investitorji torej priporočajo manjše število naložb. Lahko so v danem trenutku samo tri ali štiri, Buffett pa jih priporoča od pet do deset, vsekakor pa ne več kot 15. Philip Fisher, eden od začetnikov te filozofije, pa se je ravnal po pravilu, da portfelj nikdar ne preseže deset naložb, znotraj katerega tri ali štiri obsegajo 75% portfelja.

4.3. *NALOŽBA KOT VERJETNOST*

Na podlagi načel, podrobno opisanih v tretjem poglavju, izberemo podjetje, za katero mislimo, da ima v prihodnosti dobre možnosti. Naložba je bolj varna v delnico oziroma podjetje, ki ima večji 'rob varnosti', oziroma je večja verjetnost za nadpovprečen donos. Večja kot je verjetnost visokega donosa, večja naj bo investicija. V tem smislu ciljni investitorji gledajo na dobra podjetja kot na visoko verjetne dogodke.

Na podlagi koncepta verjetnostne teorije lahko optimiziramo portfelj tako, da za utež vzamemo velikost investicije (vrednost vloženega), kot verjetnost uspeha pa 'rob varnosti' oziroma razliko med notranjo vrednostjo delnice in ceno delnice. Teoretično bi 100% investirali v vrednostni papir z največjim robom varnosti, vendar v praksi nikoli nimamo prostih vseh sredstev, hkrati pa racionalni investitor ne sme zanemariti možnosti napake (Hagstrom, 1999, str. 7, 10). Gre za preprosto logiko, če imamo dve ali več delnic, investicije ne razdelimo na enakomerne dele, ampak investiramo več v 'boljše' (tiste, ki imajo večji rob varnosti).

¹¹ »It is a mistake to think one limits one's risk by spreading too much between enterprises about which one knows little and has no reason for special confidence... One's knowledge and experience are definitely limited and there are seldom more than two or three enterprises at any given time in which I personally feel myself entitled to put full confidence.« (Berkshire Hathaway Annual Report, 1991, str. 15)

4.4. NIZEK OBRAT SREDSTEV

Ciljno investiranje je nasprotje široke razpršitve in hitrega obračanja sredstev. Med vsemi aktivnimi strategijami ima ciljno investiranje največ možnosti za uspeh v daljšem časovnem obdobju. Od investitorjev zahteva, da potrpežljivo držijo svoj portfelj, čeprav se zdijo druge strategije uspešnejše. Spremembe v obrestnih merah, inflaciji ali kratkoročnih gospodarskih pričakovanjih vplivajo na ceno delnice. Z daljšanjem časovnega horizonta pa vpliv trenda v ekonomiki poslovanja podjetja na ceno delnice narašča. Tako ciljni investitorji stremijo k manjši stopnji obračanja sredstev (turn-over ratio), ki naj bo med 10 in 20 odstotki. 10-odstotni obrat pomeni, da investitor drži naložbo 10 let, pri 20-odstotnem obračanju pa 5 let (Hagstrom, 1999, str. 12).

4.5. SPREMLJANJE NALOŽBE

Pri ciljnem investiranju je cenovna nestanovitnost delnic neizogibna. V razpršenem portfelju gibanja cen posameznih delnic zmanjšuje nestanovitnost celotnega premoženja, ker se nekatere cene gibajo v nasprotnih smereh oziroma so negativno korelirane. Večja kot je razpršitev, manjši je vpliv posamezne delnice na celoten portfelj. Obratno pa je pri majhni razpršitvi pričakovati močna gibanja celotnega portfelja v obeh smereh. Zato je pomembno, da se investitor zaveda možnosti velikih sprememb premoženja in ne reagira čustveno ob prvem padcu cen. Še posebno je treba ločiti spremembe v notranji vrednosti portfelja (notranji vrednosti vseh delnic) in spremembe v ovrednotenju s tržnimi cenami. Zadnje je lahko posledica preveč optimističnega ali pesimističnega dojemanja kratkoročnih sprememb v obrestnih merah, inflaciji, gospodarskih pričakovanjih, ki na daljše obdobje nimajo tako velikega vpliva na ceno delnic (Hagstrom, 1999, str. 13, 14). Kot je bilo že poudarjeno, dolgoročno na notranjo vrednost vpliva predvsem poslovanje podjetja.

4.6. PROCES CILJNEGA INVESTIRANJA

Ciljno investiranje je ideja, ki združuje načela logike, matematike in psihologije. Proces te strategije investiranja pa lahko povzamemo v treh aktivnostih:

- Z uporabo načel, ki jih je oblikoval Warren Buffett, izberemo nekaj podjetij oziroma delnic (ne več kot 15), ki so v preteklosti dosegala nadpovprečne poslovne rezultate in je velika verjetnost, da to dosegajo tudi v prihodnosti.
- Alociramo investicijska sredstva proporcionalno, največ v najbolj 'verjetne dogodke' (več v večje pričakovane donose).

- V kolikor se notranja vrednost delnic ne poslabša, pusti portfelj nedotaknjen najmanj pet let (dalj časa je bolje) in se nauči ravnodušno sprejemati cenovna gibanja (Hagstrom, 1999, str. 15).

5. PRIMERJAVA MODERNE TEORIJE PORTFELJA IN CILJNEGA INVESTIRANJA

Videli bomo, da je kritika moderne teorije predvsem kritika predpostavk, na katerih je zgrajena, in drugačni pogledi na tveganje in diverzifikacijo. Poleg tega pa lahko rečem, da je primernost ene ali druge teorije investiranja v praksi večkrat odvisna od namena investiranja in lastnosti sredstev. Če imamo sredstva na razpolago za krajši rok, oziroma moramo upoštevati možnost, da lahko kadar koli v prihodnosti potrebujemo denar, je vsekakor potrebno upoštevati dognanja moderne teorije portfelja. V tem primeru je nestanovitnost delnic zelo pomemben dejavnik. Nasprotno pa so na dolgi rok bolj relevantni zaključki teorije ciljnega portfelja. Bistvo ciljnega investiranja je, da lahko z določenimi zahtevami pri oblikovanju strategije dosegamo boljše rezultate. Zahteva se vezava sredstev za dalj časa, poglobljeno preučevanje podjetij (načela opisana v 3. poglavju), brezbrizno sprejemanje sprememb v cenah in hkrati stalno spremljanje notranjih vrednosti delnic ter po potrebi prilagajanje portfelja.

5.1. TVEGANJE

V moderni teoriji je tveganje določeno z nestanovitnostjo cene delnice, ki pa po Buffettovem mnenju večkrat pomeni priložnost za nakup kot pa tveganje.

Buffett razlaga tveganje kot možnost izgube, ki lahko nastane zaradi dejavnikov, ki določajo notranjo vrednost delnice. Možnost izgube se kaže v drugačnih prihodnjih dobičkih od predvidenih.

Štirje faktorji določajo prihodnje dobičke (izgube) investicije (Hagstrom, 1999, str. 30):

- Gotovost, s katero ocenimo dolgoročne ekonomske značilnosti posla.
- Gotovost, s katero ocenimo menedžment, kako uspešno realizira celoten potencial podjetja in kako uspešno zaposli (uporabi) denarni tok podjetja.
- Gotovost, s katero ocenimo, v kakšni meri je menedžment usmerjen k delničarjem (v kakšni meri nagrajuje delničarje namesto sebe).
- Nakupna cena podjetja (delnice).

Štirim faktorjem lahko dodamo še nepredvidljive in neobvladljive učinke obdavčenja in inflacije. Zaradi napak pri oceni oziroma določanju teh dejavnikov prihaja do odstopanja prihodnjih dobičkov od predvidenih. To je torej tveganje, ki ni določeno s cenovno občutljivostjo delnic (oziroma standardnega odklona pričakovane donosnosti delnice) (prav tam).

Po njegovem je tveganje povezano tudi s časovnim horizontom. Če kupuješ danes, zato da boš prodal jutri, je vsaka transakcija tvegana. Če pa investiraš dolgoročno, so vplivi ekonomskih gibanj na samo investicijo manjši, pomembnejši pa postajajo dejavniki podjetja. Tu je opazna razlika med pojmom investiranje (investing – kot dolgoročno nalaganje sredstev) in trgovanje (trading – možnost doseganja dobičkov zaradi kratkoročnih sprememb cen delnic).

Svoj koncept tveganja je predstavil tudi Benjamin Graham. Kot pravi, se ideja tveganja nanaša na možno znižanje cen vrednostnih papirjev, čeprav je padeč lahko ciklične oziroma začasne narave in večina investorjev ni prisiljena v prodajo v neugodnih časih. Res je, da investicija nosi tveganje, če obstaja večja verjetnost, da bo investitor delnice moral prodati po precej nižji ceni od nakupne. Če pa investitor v to ni prisiljen (takih je večina), zaradi nihanja cen delnic, investicija ni nič bolj tvegana. Po njegovem je na posamezno delnico treba gledati v daljšem obdobju. Če se ta skozi čas izkaže za donosno naložbo z rednimi izplačili dividend (bolj ali manj stabilnimi dobički), je naložba varna, kljub cenovnim nihanjem (Graham, 1973, str. 60).

Graham je še natančneje opredelil tveganje z robom varnosti (margin of safety). Bolj ko je ocenjena vrednost investicije višja od cene, večji rob varnosti ima (razlika med ocenjeno notranjo vrednostjo in ceno). Pri zadostnem robu varnosti (ko diskont na primer predstavlja 40% notranje vrednosti in več) je investicija varna oziroma ne nosi posebnega tveganja, kljub spremenljivosti cene. Predvideva se, da se dolgoročno cena delnice približuje notranji vrednosti, zato večja razlika (rob varnosti) daje možnosti za večje dobičke (Graham, 1973, str. 284- 286).

Če je rob varnosti majhen (10% - 15% cene), se investicijo opredeli kot bolj tvegano, saj je manj možnosti za dobiček oziroma je ta minimalen, pa čeprav cena delnice ne niha in bi po moderni teoriji portfelja veljala za manj tvegano naložbo.

Buffett in Graham imata torej drugačen pogled na tveganje in trdita, da ga ni mogoče opisati s spremenljivostjo donosov (cen delnic) oziroma statistično s standardnim odklonom donosnosti delnic.

5.2. DIVERZIFIKACIJA

Bistvo diverzifikacije po moderni teoriji portfelja je zmanjšanje nestanovitnosti celotnega portfelja (zmanjšanje nesistematičnega tveganja). Če pa na tveganje gledamo kot Buffett, diverzifikacija sama po sebi ni več smiselna. Sam pravi, da se z diverzifikacijo zavaruješ pred slabimi rezultati v primerjavi s trgom, vendar hkrati tudi onemogočiš doseganje nadpovprečnih rezultatov. Po njegovem je torej za povprečnega investitorja (s pasivno strategijo) povsem sprejemljiva, za tiste, ki se ukvarjajo z investiranjem profesionalno, pa je bolj primerna strategija ciljnega investiranja. Trdi, da je bolj učinkovito podrobneje analizirati nekaj podjetij, jih bolje spoznati in se na tak način zavarovati pred tveganjem. Seveda pa moramo pri tem sprejeti večjo cenovno nestanovitnost delnic, ki pa na samo tveganje ne vpliva.

5.3. TEORIJA UČINKOVITEGA TRGA

Kako gleda Buffett na trg, lahko strnemo v treh točkah (Hagstrom, 1999, str. 33):

1. Investitorji niso vedno racionalni. Teorija učinkovitega trga (Efficient Market Hypothesis) predvideva, da investitorji z uporabo vseh dosegljivih informacij določijo racionalne cene na trgu. Vendar pa raziskave v psihologiji obnašanja kažejo, da investitorji nimajo racionalnih pričakovanj.
2. Investitorji ne uporabijo informacij pravilno. Vedno znova se namreč zanašajo na bližnjice pri določitvi cen delnic, namesto na temeljno analizo, ki edina lahko razkrije pravo notranjo vrednost delnice.
3. Merila, po katerih se meri uspešnost na trgu vrednostnih papirjev, so kratkoročne narave, kar onemogoča premagovanje trga na dolgi rok.

Glede meril navajam primer investicijskih skladov, ki v svojih prospektih kot eno izmed značilnosti sklada poudarjajo minimalen obrat sklada (turn-over ratio). Na primer: odprt investicijski sklad Galileo v svojem prospektu predvideva dvojni obrat (200%) portfelja letno (Prospekt vzajemnega sklada Galileo), kar pa povečuje stroške transakcij in zmanjšuje donosnost po obdavčenju. Poleg tega večina skladov promovira svoje produkte z dosežki preteklih let, kar tudi ni merilo oziroma zagotovilo za prihodnost. Vse to v končnem pomeni relativno veliko trgovanja in poskusov, da na kratki rok prikažejo čim boljše rezultate.

6. NOVA TEORIJA PORTFELJA (FOCUS PORTFOLIO THEORY)

Buffett je s somišljeniki razvil temelje novi teoriji portfelja (Focus Portfolio Theory), ki jo lahko povzamemo v naslednjih točkah (Hagstrom, 1999, str. 34):

- Investitorji niso vedno racionalni; podvrženi so izmenjavajočima obdobjema strahu in pohlepa.
- Trg ni vedno učinkovit. Zaradi tega imajo investitorji, ki so pripravljeni podrobneje analizirati vrednostne papirje možnost, da premagajo trg.
- Tveganje se ne nanaša na cenovno obnašanje delnic, ampak na ekonomsko vrednost (Risk is not price-based; it is economic-value-based).
- Optimalen portfelj je ciljni portfelj, ki stavi veliko na visoko verjetne dogodke, v nasprotju z enakimi stavami na množico papirjev. (Stava se nanaša na ponder posameznega papirja v portfelju. Kot smo že povedali, ima po moderni teoriji portfelja optimalen portfelj vse tržne papirje, katerih ponderji so sorazmerni tržni kapitalizaciji vseh papirjev.)

Dodatni razlogi za dolgoročno koncentrirano investiranje so še:

- manjši transakcijski stroški,
- večja donosnost po davkih.

Transakcijski stroški postanejo pri velikem obratu sredstev pomembni. Z daljšim časom držanja naložb pa se zmanjšujejo ne samo stroški posredovanja pri trgovanju, ampak tudi stroški upravljavcev (stroški spremljanja, dnevnega analiziranja in upravljanja sredstev, zaradi kratkoročnih cenovnih gibanj).

Davek na kapitalski dobiček se ponavadi obračunava ob prodaji in predstavlja določen delež razlike med nakupno in prodajno ceno. Recimo, da imamo dve naložbi, eno kratkoročno, drugo pa dolgoročno, ki imata enako letno donosnost. V prvem letu dosežemo enak rezultat, le da prvo naložbo prodamo in znova investiramo, druge pa ne. Pri tem plačamo davek, zaradi česar imamo v drugem letu manjšo osnovo. V drugem letu dosežemo zopet enako donosnost, vendar druga naložba prinese več glede na osnovno leto, ker se nam je obrestoval tudi delež, ki bi ob prodaji pripadel državi. Tako se vsako leto povečuje razlika v dobičku. Na koncu, recimo desetletnega obdobja, prodamo obe naložbi.

Tabela prikazuje končni znesek po desetletnem obdobju na začetna investirana sredstva 1000 SIT. Letna donosnost obeh naložb je 20% v vsakem letu in enaka v vseh letih. Davčna stopnja je 25%. Razlika je le, da pri naložbi A sproti, vsako leto, plačujemo davek, pri naložbi B pa to storimo samo ob koncu obdobja.

Tabela 2: Davek na kapitalni dobiček (vse v SIT)

Konec leta	Naložba A			Naložba B		
	Pred davkom	Davek	Po davku	Pred davkom	Davek	Po davku
1	1200	50	1150	1200	0	1200
2	1380	58	1323	1440	0	1440
3	1587	66	1521	1728	0	1728
4	1825	76	1749	2074	0	2074
5	2099	87	2011	2488	0	2488
6	2414	101	2313	2986	0	2986
7	2776	116	2660	3583	0	3583
8	3192	133	3059	4300	0	4300
9	3671	153	3518	5160	0	5160
10	4221	176	4046	6192	1298	4894
Končni znesek po davkih	-	-	4046	-	-	4894
Celotni plačani davki	1015	-	-	-	1298	-

Vir: Lasten izračun.

Pri tem je treba opozoriti, da se davčni pogoji razlikujejo od države do države. V Sloveniji se tako po preteku treh let davka na kapitalni dobiček ne plačuje. Prav tako so v ZDA plačila davka na kapitalni dobiček (capital gain tax) prosti vsi, ki držijo vrednostne papirje več kot 10 let. Gre za hipotetični primer, ki velja, če davčna zakonodaja ne omogoča oprostitve davka. V tem primeru se razlika v končnih zneskih z daljšanjem obdobja, višjo davčno stopnjo in večjo donosnostjo še povečuje, kar nam da močan razlog za dolgoročno investiranje oziroma nizek obrat sredstev.

7. GLAVNI PREDSTAVNIKI STRATEGIJE CILJNEGA INVESTIRANJA

Poleg najbolj znanega Warrena E. Buffetta je še nekaj zvenceh imen, ki so pri upravljanju sredstev uporabljali načela ciljnega investiranja. Vsi so se ravnali po, tako rekoč, enaki strategiji, vendar so izbrali različne delnice in druge vrednostne papirje. Z različnimi portfelji so dosegli nadpovprečne rezultate v daljšem obdobju. Nekajkrat so se v posameznih letih odrezali slabše kot delniški indeks S&P 500, v povprečju pa so se izkazali z nadpovprečnim uspehom. Z daljšim obdobjem so razlike postale očitnejše. V nadaljevanju podajam kratek opis vsakega posebej in podjetja (sklade), katera so vodili.

7.1. JOHN MAYNARD KEYNES

Keynes je zelo znan kot makroekonomist, manj pa kot zelo uspešen investitor. Upravljal je sklad Chest Fund, dodatni vir financiranja visoke šole King's College v Cambridgu, od leta 1927 do svoje smrti leta 1945.

Zanimivo je predvsem njegovo razmišljanje glede vodenja sklada. Tako je v enem izmed poročil politike sklada zapisal svoja načela investiranja (Hagstrom, 1999, str. 41):

- Previdna izbira nekaj investicij glede na nizko ceno v primerjavi z verjetno dejansko in potencialno notranjo vrednostjo v obdobju več let vnaprej in v primerjavi z alternativnimi investicijami.¹²
- Odločno držanje teh precej velikih enot skozi debelo in suho, mogoče nekaj let, dokler ne izpolnijo svojih obljub ali pa postane očitno, da je bil nakup napaka.¹³
- Uravnotežena naložbena pozicija, to je različna tveganja, kljub velikim posameznim investicijam in nasprotna tveganja, če je mogoče¹⁴.

Kot vidimo je namenoma omejil število delnic v portfelju, zanesel se je na temeljno analizo in zelo malo trgoval (nizek obrat sredstev). Vse to so lastnosti ciljnega investiranja, zaradi česar ga lahko štejemo za enega izmed začetnikov te strategije.

Rezultati sklada Chest Fund so prikazani v prilogi A, v tabeli 1.

7.2. WARREN E. BUFFETT

Po končani višji šoli v rojstnem mestu Omaha, Nebraska, je študiral na Columbia Graduate Business School. Tam je predaval tudi Benjamin Graham, ki ga je navdušil nad svojim pristopom ocenjevanja podjetij (iskanje notranje vrednosti). S svojim profesorjem je ostal v stiku tudi po koncu šolanja. Dve leti je delal v podjetju Graham-Newman Corporation, kjer se je seznanil tudi z drugimi upravljalci portfeljev, kot so Walter Schloss, Tom Knapp in Bill Ruane, ki so kasneje uspešno upravljali družbe oziroma sklade. V letu 1956 pa se je B. Graham upokojil in razpustil svojo družbo, zaradi česar se je Buffett vrnil domov. Kmalu zatem je ustanovil svojo prvo družbo (partnerstvo) Buffett Partnership, Ltd., katere začetni

V angleškem jeziku se omenjena načela glasijo:

¹² 'A careful selection of a few investments having regard to their cheapness in relation to their probable actual and potential *intrinsic* value over a period of years ahead and in relation to alternative investments at the time.'

¹³ 'A steadfast holding of these fairly large units through thick and thin, perhaps for several years, until either they have fulfilled their promise or it is evident that they were purchased on a mistake.'

¹⁴ 'A balanced investment position, i.e., a variety of risks in spite of individual holdings being large, and if possible opposed risks.'

kapital je znašal 105,100 dolarjev in je poslovala od 1957 do 1969 leta. V tem času je presegel indeks Dow Jones Industrial Average (DJIA) za 22 odstotnih točk v povprečju letno. Zanimivo pa je predvsem, da je bil njegov portfelj bolj stanovit kot indeks DJIA (Hagstrom, 1995, str. 3). Rezultati so predstavljeni v prilogi A, v tabeli 2.

Z leti si je pridobival ugled in vedno več investorjev je želelo, da v upravljanje prevzame njihova sredstva. Ustanovil je več različnih partnerstev, nakar se je leta 1962 odločil, da se reorganizira in vsa partnerstva združi v eno. V tem času je tudi začel kupovati delnice tekstilnega podjetja Berkshire Hathaway. Do 1965 je že upravljal sredstva v višini 26 milijonov dolarjev. V letu 1969 pa se je odločil, da zaradi, po njegovem prenapihnenih cen na trgu, konča partnerstvo. V tem času so namreč dominirale delnice hitrorastočih podjetij kot so Avon, IBM, Xerox in Polaroid, katerih P/E koeficienti so dosegali vrednosti med 50 in 150. Po razpustitvi družbe je tistim investorjem, ki so želeli nadaljevati z investiranjem, za novega upravljalca predlagal študijskega kolega Billa Ruanea, sam pa je z nekaterimi dotedanjimi partnerji svoja sredstva vložil v Berkshire Hathaway, s čimer si je v podjetju zagotovil kontrolni delež (Hagstrom, 1995, str. 2-4).

Družba Berkshire Hathaway je nastala z združitvijo tekstilnih podjetji Berkshire Cotton Manufacturing in Hathaway Manufacturing v letu 1955. V naslednjih letih je tekstilna industrija nazadovala in izkazovala vedno slabše rezultate, pri čemer Berkshire Hathaway ni bil izjema. Podjetje pa je v preteklosti ustvarilo dovolj presežkov in jih investiralo v različne delnice, v letu 1967 je kupilo tudi dve zavarovalnici, in sicer National Indemnity Company in National Fire&Marine Insurance Company. Buffett je torej prevzel podjetje, ki je imelo dovolj prostih sredstev, da slabše poslovanje osnovne dejavnosti ni ogrozilo obstoja podjetja. Z vlaganjem v druga podjetja je bil že leta 1967 donos od naložb trikrat večji kot donos tekstilne divizije, čeprav je imela desetkrat več kapitala. Sčasoma se je poslovanje osnovne dejavnosti slabšalo in postajalo vedno manj pomembno v celotnem podjetju, ki je postalo holding, dokler leta 1985 tekstilna dejavnost ni dokončno prenehala. Zelo pomembna je postala zavarovalniška dejavnost, ki je zaradi narave posla (stalen dotok denarja od zavarovalnih premij) omogočala vedno nove investicije. Tako je nastajalo podjetje Berkshire Hathaway kot ga poznamo danes, organizirano kot holding z deleži v podjetjih iz različnih panog. (Hagstrom, 1995, str. 5-7). Glavna značilnost je visoka donosnost naložb ob majhni nestanovitnosti cen delnic, čeprav bi pričakovali drugače. Rezultati podjetja so predstavljeni v prilogi A, v tabeli 3.

7.3. *BILL RUANE*

Bill Ruane in W. Buffett sta se spoznala kot študenta B. Grahama. Po študiju sta ostala v stiku in spremljala kariere drug drugega. Ko je Buffett zaključil s partnerstvom, je prosil Ruanea naj prevzame v upravljanje sredstva njegovih bivših partnerjev. Ta je to tudi storil z ustanovitvijo sklada Sequoia Fund, Inc., ki je bil prvi investicijski sklad, upravljan po

načelih ciljnega investiranja. Sklad je močno koncentriran z nizkim obratom sredstev. V povprečju je šest do deset naložb predstavljalo čez 90% portfelja. Kljub tej koncentriranosti pa Ruane poudarja, da ima sklad v lasti podjetja iz različnih panog, in sicer avtomobilske industrije, farmacije, bank in zavarovalnic, s čimer se zmanjša tveganje portfelja (Hagstrom, 1999, str. 47-48).

Podrobnejši rezultati sklada so predstavljeni v prilogi A v tabeli 4.

7.4. *CHARLES MUNGER*

Charles Munger je po poklicu pravnik. Tudi on se je že zgodaj seznanil z W. Buffettom, v letu 1957. Delal je v svoji dokaj uspešni odvetniški pisarni, dokler ga Buffett ni prepričal naj se začne intenzivneje ukvarjati z investiranjem. V svojem življenju je že imel nekaj poslovnih projektov, tako da mu investiranje ni predstavljalo nekaj povsem novega. Danes je Charles Munger tudi podpredsednik družbe Berkshire Hathaway, Inc. in večino odločitev je sprejetih po posvetu z njim (Lowe, 2000, str. 4). Njegova kariera profesionalnega investitorja se je začela že prej, od leta 1962 do 1975 je uspešno upravljal zelo koncentriran portfelj naložb. Značilna je velika nestanovitnost, a tudi visoki donosi. Kako močno je v tem obdobju prekašal indeks DJIA, je predstavljeno v prilogi A, v tabeli 5.

7.5. *LOU SIMPSON*

Eden izmed temeljev uspešnosti družbe Berkshire Hathaway je zavarovalnica GEICO (General Insurance Company). V 50. letih 20. stoletja je bil direktor zavarovalnice Ben Graham, tudi profesor na univerzi, kjer je študiral Buffett. Tako je imel ta priložnost, da se bolje seznanil s podjetjem oziroma njegovimi konkurenčnimi prednostmi. Odločitev ni bila težka in kmalu je Buffett začel kupovati delnice tega podjetja. Kasneje je pridobivanje deleža nadaljeval skozi podjetje Berkshire Hathaway, ki je do leta 1980 postalo tretjinski lastnik. V tem času je na povabilo Buffetta postal direktor zavarovalnice Lou Simpson, za katerega trdi, da je idealen investitor, s podobnim pristopom kot ga uporablja sam. Analitikom z Wall Streeta ne daje velike teže, namesto tega sam prebira letna poročila in kupuje podjetja, ki so visoko donosna, imajo dober menedžment in so razmeroma poceni. Ima tudi koncentriran in dolgoročno naravn portfelj. Zaradi vsega tega ga mnogi vidijo, tudi sam Buffett, kot naslednika, ki bo vodil Berkshire Hathaway, v primeru da Buffett ali Munger tega ne bi več zmogla (Hagstrom, 1999, str. 50-53).

Podjetje GEICO ima v svojem portfelju čez milijardo dolarjev naložb, ki pa so močno koncentrirane. Večinoma gre za manj kot deset različnih naložb. V prilogi A, v tabeli 6,

predstavljam donosnost naložb od 1980 do 1996, odkar je za krmilom podjetja Lou Simpson.

8. ZAKLJUČEK

V pričujočem delu sem poskušal predstaviti ciljno investiranje in načela, na katerih temelji ta strategija. Ločeno sem prikazal tudi logiko moderne teorije portfelja, v okviru katere so najpomembnejši teorija učinkovitega trga in modela CAPM ter APT. Poskušal sem prikazati različne poglede na tveganje, diverzifikacijo in obnašanje investitorjev. Z vidika ciljnega investiranja so ti drugačni, bližje praksi, kot z vidika moderne teorije, ki pa je za razumevanje trga kapitala vseeno zelo pomembna. V splošnem velja, da bolj, ko je nek trg razvit, bolj uporabna je moderna teorija, zato mnoge države poskušajo čimveč narediti, da se približajo učinkovitosti trga. To v praksi pomeni dobro informacijsko infrastrukturo, ki omogoča vsem potencialnim investitorjem dostop do poceni in ažurnih informacij ter odpravljanje različnih omejitev, kot so davki, zagotavljanje nizkih transakcijskih stroškov, dostop do financiranja in podobno. Pomemben je tudi nadzor nad ključnimi igralci na kapitalskem trgu in nad lastniki ter menedžerji, ki se lahko okoristijo z notranjimi informacijami. Če je vse to zagotovljeno, imamo dokaj učinkovit trg, na katerem lahko apliciramo moderno teorijo portfelja. Vendar pa vse to ne zanika principov ciljnega investiranja, ki veljajo praktično v vseh razmerah, ker temeljijo na realnejših, v praksi potrjenih predpostavkah.

Ko sem prebiral gradivo, sem večkrat opazil razliko med trgovanjem in investiranjem. V primeru trgovanja ciljno investiranje ne daje nobenih odgovorov, še več, tretira ga kot nesmiselno in se v celoti strinja z ugotovitvami moderne teorije portfelja, da brez dodatnega tveganja niso mogoči dodatni dobički na kratek rok. Po mnenju večine gre bolj za špekulacije kot investiranje. V tem primeru je priporočljivo, da tisti, ki poskušajo doseči dobičke s trgovanjem, upoštevajo cenovno nestanovitnost delnic in se z diverzifikacijo zavarujejo pred morebitno izgubo, vendar si s tem onemogočijo tudi nadpovprečne dobičke. Priporočljivo je tudi, da z uporabo tehnične analize izberejo pravi trenutek za nastop na trgu. Zanimivo je, da večina finančnih ustanov (predvsem investicijski skladi) še vedno poskuša maksimizirati rezultate na kratek rok, zato ni čudno, da je težko premagati trg, saj same predstavljajo ta trg. Na majhnih trgih, kakršen je tudi slovenski, je verjetno vpliv posameznih skladov še močnejši.

Za investiranje so zelo pomembni tudi časovni vidik in možnosti posameznega investitorja. Z daljšanjem časovnega horizonta naložbe in realnim ugotavljanjem svojih zmožnosti in potreb po sredstvih lahko oblikujemo strategijo, ki je uspešnejša od tržnega donosa. V bistvu sebe postavimo v situacijo, ko nam spremenljivost papirjev predstavlja tveganje ali

pa priložnost za cenejši nakup. Z nekaj omejitvami, ki jih postavlja ciljno investiranje, se tveganju sprememb tržnih cen lahko izognemo in dosegamo nadpovprečne rezultate.

Spoznali smo več investorjev, ki so dosegli lepe uspehe, kar govori v prid ciljnemu investiranju. Skoraj vsi glavni predstavniki se med seboj poznajo ali pa se naslanjajo na podobne strategije kar kaže, da izhajajo iz iste 'šole'. Pri tem ima gotovo največ zaslug Benjamin Graham, avtor klasične knjige *The Intelligent Investor*, za katero mnogi pravijo, da je še vedno najboljša knjiga o investiranju nasploh.

Ciljno investiranje lahko priznamo kot uspešno strategijo, ki so jo mnogi, med njimi najbogatejši posamezniki na svetu, uporabili pri svojih investicijskih odločitvah. Res pa je, da tistih, ki so morda poskušali s ciljnim investiranjem in niso uspeli, javnost ni nikoli spoznala.

Pomanjkljivost ciljnega investiranja je, da nam ne daje prav nobenega recepta za ocenjevanje vrednosti hitro rastočih ali slabših podjetij. Pokaže nam pot, kako se jim izognemo, ne pove pa kakšna je prava cena, zato ima v tem primeru prednost moderna teorija portfelja. Menim, da mora investor poznati vse pristope k oblikovanju investicijske strategije, na katere se lahko zanese ob različnih situacijah.

Slovenski trg kapitala je majhen, v posebni situaciji lastninskega preoblikovanja. Imamo investicijske sklade, nastale zaradi privatizacije, nekaj vzajemnih skladov in prevladujoč bančni sistem financiranja podjetij. Donosi so bili višji zaradi tveganja, ki ga prinaša razmeroma visoka inflacija. Ker je Ljubljanska borza dokaj mlada, so tudi podatki o cenah delnic omejeni na nekaj let nazaj, kar pa omejuje statistično uporabnost podatkov. Na slovenskem razvijajočem trgu poteka še konsolidacija lastništva, pogosti so tudi prevzemi, kar povečuje cenovno občutljivost delnic. V takšnih razmerah so vplivi posameznih bank, skladov ali drugih pomembnih igralcev na borzno dogajanje veliki, zaradi česar uporaba moderne teorije portfelja in tehnične analize terjata previdnost. Po drugi strani pa nam principi ciljnega investiranja dajejo nov pogled na dogajanje na trgu kapitala in pomagajo pri naših poslovnih odločitvah tudi o podjetjih, ki še ne kotirajo na borzi. Zato mislim, da so načela na katerih sloni ciljno investiranje in sama strategija ciljnega investiranja uporabni tudi na slovenskem trgu kapitala.

9. LITERATURA

1. Berk Aleš et al.: Poslovne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
2. Blejcek Marijan: Poslovna statistika. Ljubljana, 1976. 342 str.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Essentials of Investments. New York: McGraw Hill, 2000. 688 str.
4. Brigham F. Eugene, Gapenski C. Louis, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Management. Orlando: The Dryden Press, Harcourt Brace & Company, 1999. 1083 str.
5. Dittmar Amy: Corporate Financial Analysis. Finance Department Kelley School of Business. New York: The McGraw-Hill Companies, 2000. 404 str.
6. Graham Bejnamin: The Intelligent Investor. New York: Harper & Row, Publishers, 1973. 340 str.
7. Hagstrom G. Robert: The Warren Buffett Portfolio – Mastering the Power of the Focus Investment Strategy. New York: John Wiley & Sons, 1999. 246 str.
8. Hagstrom G. Robert: The Warren Buffett Way – Investment Strategies of the World's Greatest Investor. New York: John Wiley & Sons, 1995. 313 str.
9. Lowe Janet: Damn Right! – Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger. New York: John Wiley & Sons, 2000. 294 str.
10. Mramor Dušan: 'CAPM model in vrednotenje naših podjetij'. Ljubljana: CISEF, 1991. 18 str.
11. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
12. Pintar Stanka: Vrednotenje lastniških vrednostnih papirjev in ocenjevanje njihove ustreznosti za zavarovanje posojil. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 92 str.
13. Prohaska Zdenko: A portfolio selection model of the slovenian securities market. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 1995, str. 598-610.
14. Pučko Danijel: Strateško upravljanje. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 399 str.
15. Šimon Aleksander: Metode analize vrednostnih papirjev. Magistrsko delo. Ljubljana, 1995. 109 str.
16. Turk Ivan et al.: Finančno računovodstvo. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 1999. 841 str.
17. Turk Ivan, Kavčič Slavka, Kokotec-Novak Majda: Poslovodno računovodstvo. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 2001. 620 str.
18. Veselinovič Draško: Devizni (bančni) arbitražni posli in tovrstne tečajne razlike. Bančni Vestnik, Ljubljana, 1985, str. 300-302.
19. Veselinovič Draško: Devizno trgovanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 191 str.
20. Veselinovič Draško: Opcije in njihovo vrednotenje kot osnova za izvedene finančne oblike. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 257 str.

10. VIRI

1. Berkshire Hathaway Annual Report, 1991.
[URL: <http://www.berkshirehathaway.com/annual.html>], 20. 5. 2002.
2. Berkshire Hathaway Annual Report, 2001.
[URL: <http://www.berkshirehathaway.com/annual.html>], 20. 5. 2002.
3. Letno poročilo, Sava d.d., 2001.
4. Pismo delničarjem, Sava d.d., julij 2000.
5. Prospekt vzajemnega sklada Galileo. [URL: <http://www.kd-group.si>], 10. 11. 2002.
6. Škerlj Ružena: Angleško-slovenski lovar. Ljubljana: Državna založba Slovenije, 1960.
812 str.

PRILOGA A

REZULTATI UPRAVLJANJA PREDSTAVNIKOV CILJNEGA INVESTIRANJA

Tabela 1: J.M. Keynes (Chest Fund)

leto	letna sprememba	
	Chest Fund (%)	U.K. Market (%)
1928	0.0	0.1
1929	0.8	6.6
1930	-32.4	-20.3
1931	-24.6	-25.0
1932	44.8	-5.8
1933	35.1	21.5
1934	33.1	-0.7
1935	44.3	5.3
1936	56.0	10.2
1937	8.5	-0.5
1938	-40.1	-16.1
1939	12.9	-7.2
1940	-15.6	-12.9
1941	33.5	12.5
1942	-0.9	0.8
1943	53.9	15.6
1944	14.5	5.4
1945	14.6	0.8
povprečna letna donosnost	13.2	-0.5
standardni odklon	29.2	12.4
minimum	-40.1	-25.0
maksimum	56.0	21.5

Vir: Hagstrom, 1999, str. 42.

Tabela 2: Buffett Partnership, Ltd.

leto	letna sprememba	
	Overall Partnership (%)	Dow Jones Industrial Average (%)
1957	10.4	-8.4
1958	40.9	38.5
1959	25.9	20.0
1960	22.8	-6.2
1961	45.9	22.4
1962	13.9	-7.6
1963	38.7	20.6
1964	27.8	18.7
1965	47.2	14.2
1966	20.4	-15.6
1967	35.9	19.0
1968	58.8	7.7
1969	6.8	-11.6
povprečna letna donosnost	30.4	8.6
standardni odklon	15.7	16.7
minimum	6.8	-15.6
maksimum	58.8	38.5

Vir: Hagstrom, 1999, str. 44.

Tabela 3: Berkshire Hathaway Inc.

leto	letna sprememba	
	knjigovodska vrednost delnice Berkshire (%)	S&P 500 (%)
1965	23.8	10.0
1966	20.3	-11.7
1967	11.0	30.9
1968	19.0	11.0
1969	16.2	-8.4
1970	12.0	3.9
1971	16.4	14.6
1972	21.7	18.9
1973	4.7	-14.8
1974	5.5	-26.4
1975	21.9	37.2
1976	59.3	23.6
1977	31.9	-7.4
1978	24.0	6.4
1979	35.7	18.2
1980	19.3	32.3
1981	31.4	-5.0
1982	40.0	21.4
1983	32.3	22.4
1984	13.6	6.1
1985	48.2	31.6
1986	26.1	18.6
1987	19.5	5.1
1988	20.1	16.6
1989	44.4	31.7
1990	7.4	-3.1
1991	39.6	30.5
1992	20.3	7.6
1993	14.3	10.1
1994	13.9	1.3
1995	43.1	37.6
1996	31.8	23.0
1997	34.1	33.4
1998	48.3	28.6
1999	0.5	21.0
2000	6.5	15.6
2001	-6.2	-11.9
povprečna letna donosnost		
	23.6	12.3
standardni odklon		
	14.7	16.7
minimum		
	-6.2	-26.4
maksimum		
	59.3	37.6

Vir: Berkshire Hathaway Annual Report, 2001, str. 2.

Tabela 4: Sequoia Fund, Inc.

leto	letna sprememba	
	Sequoia Fund (%)	S&P 500 (%)
1971	13.5	14.3
1972	3.7	18.9
1973	-24.0	-14.8
1974	-15.7	-26.4
1975	60.5	37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	-7.4
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	-5.0
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984	18.5	6.1
1985	28.0	31.6
1986	13.3	18.6
1987	7.4	5.2
1988	11.1	16.5
1989	27.9	31.6
1990	-3.8	-3.1
1991	40.0	30.3
1992	9.4	7.6
1993	10.8	10.0
1994	3.3	1.4
1995	41.4	37.5
1996	21.7	22.9
1997	42.3	33.4
povprečna letna donosnost	19.6	14.5
standardni odklon	20.6	16.4
minimum	-24.0	-26.4
maksimum	72.3	37.5

Vir: Hagstrom, 1999, str. 49.

Tabela 5: Charles Munger Partnership

leto	letna sprememba	
	Overall Partnership (%)	Dow Jones Industrial Average (%)
1962	30.1	-7.6
1963	71.7	20.6
1964	49.7	18.7
1965	8.4	14.2
1966	12.4	-15.8
1967	56.2	19.0
1968	40.4	7.7
1969	28.3	-11.6
1970	-0.1	8.7
1971	25.4	9.8
1972	8.3	18.2
1973	-31.9	-13.1
1974	-31.5	-23.1
1975	73.2	44.4
povprečna letna donosnost	24.3	6.4
standardni odklon	33.0	18.5
minimum	-31.9	-23.1
maksimum	73.2	44.4

Vir: Hagstrom, 1999, str. 46.

Tabela 6: Lou Simpson, GEICO

leto	letna sprememba	
	GEICO Equities (%)	S&P 500 (%)
1980	23.7	32.3
1981	5.4	-5.0
1982	45.8	21.4
1983	36.0	22.4
1984	21.8	6.1
1985	45.8	31.6
1986	38.7	18.6
1987	-10.0	5.1
1988	30.0	16.6
1989	36.1	31.7
1990	-9.1	-3.1
1991	57.1	30.5
1992	10.7	7.6
1993	5.1	10.1
1994	13.3	1.3
1995	39.7	37.6
1996	29.2	22.9
povprečna letna donosnost	24.7	17.8
standardni odklon	19.5	14.3
minimum	-10.0	-5.0
maksimum	57.1	37.6

Vir: Hagstrom, 1999, str. 52.

PRILOGA B

SLOVAR NEKATERIH SLOVENSКИH PREVODOV

arbitrage pricing theory (APT) - teorija arbitražnega določanja cen
asset – naložba
capital allocation line (CAL) - premica razdelitve kapitala
capital asset pricing model (CAPM) - model določanja cen dolgoročnih naložb
capital market line (CML) - premica trga kapitala
efficient frontier - meja učinkovitosti
equilibrium - ravnotežje
focus investing - ciljno investiranje
holding period return (HPR) - donos v obdobju
market portfolio - tržno premoženje
portfolio - premoženje, portfelj
risk - tveganje
risk averse - nenaklonjen tveganju
risk-free rate - netvegana obrestna mera
separation property - ločitvena lastnost
uncertainty - negotovost
volatility - nestanovitnost