

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

UPRAVLJANJE FINANČNEGA PREMOŽENJA ZA BANČNE
KOMITENTE

Ljubljana, november 2003

ROK URATNIK

IZJAVA

Študent Rok Uratnik izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 3.11.2003

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. PROCES UPRAVLJANJA FINANČNEGA PREMOŽENJA	2
2.1 DOLOČITEV INVESTICIJSKE POLITIKE.....	3
2.1.1 IDENTIFIKACIJA INVESTITORJEVIH CILJEV	3
2.1.2 IDENTIFIKACIJA INVESTITORJEVIH OMEJITEV	4
2.1.3 STRATEŠKA ALOKACIJA PREMOŽENJA	5
2.2 OBLIKOVANJE PREMOŽENJA	6
2.2.1 SODOBNA PREMOŽENJSKA TEORIJA.....	6
2.2.2 ALOKACIJA PREMOŽENJA NA TVEGANE IN NETVEGANE NALOŽBE.....	7
2.2.3 ALOKACIJA TVEGANEGA PREMOŽENJA	9
2.2.4 IZBIRA POSAMEZNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV.....	11
2.3 UPRAVLJANJE PREMOŽENJA.....	11
2.3.1 UČINKOVITOST TRGA KAPITALA IN NJENE POSLEDICE	11
2.3.1.1 Hipoteza o učinkovitosti trga kapitala	11
2.3.1.2 Pomen hipoteze za upravljanje finančnega premoženja	12
2.3.1.3 Dejanska učinkovitost razvitih trgov kapitala	13
2.3.1.4 Učinkovitost slovenskega trga kapitala	14
2.3.2 PASIVNO IN AKTIVNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA	15
2.3.2.1 Pasivno upravljanje	15
2.3.2.2 Aktivno upravljanje	16
2.3.2.3 Združevanje pasivnega in aktivnega upravljanja	17
2.4 MERJENJE USPEŠNOSTI PREMOŽENJA.....	17
2.4.1 USPEŠNOST CELOTNEGA PREMOŽENJA.....	17
2.4.2 USPEŠNOST POSAMEZNE FAZE UPRAVLJANJA	19
3. KOMU JE NAMENJENO UPRAVLJANJE FINANČNEGA PREMOŽENJA.....	19
3.1 INSTITUCIONALNI INVESTITORJI.....	19
3.2 INDIVIDUALNI INVESTITORJI.....	20
4. UPRAVLJANJE FINANČNEGA PREMOŽENJA ZA BANČNE KOMITENTE	21
4.1 PREDNOSTI BANKE KOT UPRAVITELJA INDIVIDUALNEGA PREMOŽENJA	21
4.2 SLABOSTI BANKE KOT UPRAVITELJA INDIVIDUALNEGA PREMOŽENJA	23
5. BANKA KOT UPRAVITELJ FINANČNEGA PREMOŽENJA V SLOVENIJI.	24
5.1 POOBLAŠČEN UDELEŽENEC TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	24
5.2 UPRAVLJANJE FINANČNEGA PREMOŽENJA.....	25

5.2.1 ZNESEK DENARNIH SREDSTEV, KI GA STRANKA IZROČA V UPRAVLJANJE NA PODLAGI POGODBE	26
5.2.2 NALOŽBENA POLITIKA	26
5.2.3 VIŠINA PROVIZIJE IN NAČIN IZRAČUNA OSNOVE ZA PROVIZIJO	27
5.2.4 DRUGE DOLOČBE	27
5.3 TVEGANJA IN SISTEM JAMSTVA	28
6. DAVČNI VIDIK	31
6.1 OBDAVČITEV FIZIČNIH OSEB	32
6.2 OBDAVČITEV PRAVNIH OSEB	32
6.3 POMEN DAVKOV ZA UPRAVLJANJE PREMOŽENJA	33
7. UVELJAVLJENOST UPRAVLJANJA FINANČNEGA PREMOŽENJA V SLOVENIJI.....	34
8. SKLEP	38
LITERATURA	40
VIRI	41

1. UVOD

Upravljanje finančnega premoženja je danes v svetu razširjena in dobro uveljavljena dejavnost finančnega posredništva, za katero se v angleškem jeziku uporabljajo izrazi »*portfolio management*« in »*investment management*« pa tudi »*fund management*«, v nemškem jeziku »*Portefeuilleverwaltung*« in »*Vermögensverwaltung*« ter v francoskem jeziku »*gestion de portefeuille*«.

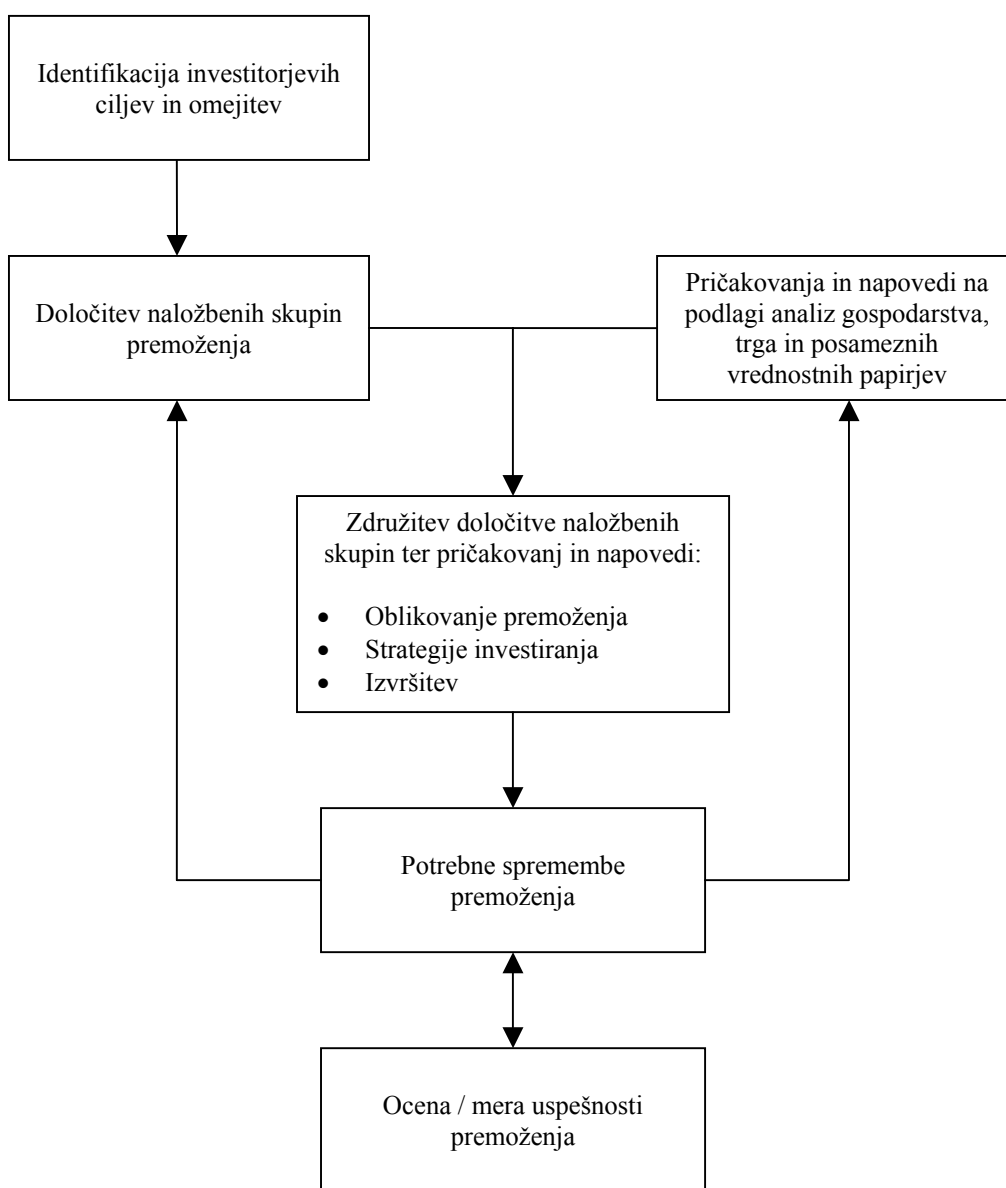
Kot finančno premoženje se na tem mestu smiselno obravnava premoženje, ki je sestavljeno iz različnih vrednostnih papirjev ter, v manjši meri, instrumentov denarnega trga, in katerega lastniki so lahko posamezniki ali različne institucije. Upravljanje finančnega premoženja je, poenostavljeno povedano, investicijski proces, ki je namenjen zagotavljanju in skrbi za ustrezno sestavo premoženja, v skladu z lastnikovimi zahtevami ter preferencami glede tveganja in pričakovane donosnosti. Tisti, ki upravljajo finančno premoženje, so ponavadi imenovani upravitelji in so lahko zaposleni v institucijah, ki so lastniki premoženja, ali pa se z upravljanjem ukvarjajo za provizijo. Institucija, ki ima zaradi svoje splošne vloge in velikosti v dejavnosti upravljanja finančnega premoženja poseben značaj, je komercialna banka, ki poleg lastnega finančnega premoženja največkrat upravlja tudi finančna premoženja svojih komitentov.

Namen pričujočega diplomskega dela je podati čimbolj celovit in nazoren prikaz procesa upravljanja finančnega premoženja, ga aplicirati v okolje komercialne banke ter ga predstaviti na primeru Slovenije. Da bi to dosegel, bom v drugem poglavju razdelal proces upravljanja finančnega premoženja, ki je sestavljen iz štirih korakov: določitve investicijske politike, oblikovanja premoženja, upravljanja premoženja in merjenja uspešnosti premoženja. Znotraj omenjenih korakov bom, med drugim, pojasnil tudi potrebne teoretske osnove, ki izhajajo iz sodobne premoženjske teorije in hipoteze učinkovitega trga kapitala. Na podlagi slednje ločujem aktivno in pasivno strategijo upravljanja premoženja. V tretjem poglavju bo sledila opredelitev institucionalnih in individualnih investitorjev kot tistih, katerim je upravljanje finančnega premoženja dejansko namenjeno, v nadaljevanju pa še prednosti in slabosti, ki jih je deležna banka kot institucija, ki upravlja individualna finančna premoženja. V petem poglavju bom skušal prikazati, kako je dejavnost upravljanja finančnega premoženja urejena v Sloveniji. Ob izpolnjevanju določenih pogojev in pridobitvi dovoljenja banka namreč lahko postane pooblaščen udeleženec trga vrednostnih papirjev in se ukvarja z različnimi posli, ki zadevajo vrednostne papirje. V šestem poglavju bom skušal prikazati pomembnost vpliva, ki ga ima davčno okolje na dejavnost upravljanja s premoženjem, preden v sedmem poglavju, tudi z dejanskimi podatki in grafičnim prikazom, predstavim razširjenost upravljanja finančnega premoženja v Sloveniji in obete za prihodnost. Diplomsko delo bom končal s sklepom, v katerem bom smiselno povzel obravnavano tematiko.

2. PROCES UPRAVLJANJA FINANČNEGA PREMOŽENJA

Temeljni cilj investicijskega procesa je sestaviti premoženje, ki bo v največji možni meri omogočalo zadovoljevanje investitorjevih dolgoročnih ciljev glede donosnosti z najmanjšim možnim tveganjem (Farrell, 1983, str. 20). Investicijski proces upravljanja finančnega premoženja bom podrobneje analiziral v štirih korakih: določitvi investicijske politike, oblikovanju premoženja, upravljanju premoženja in merjenju uspešnosti premoženja.

Slika 1: Proces upravljanja finančnega premoženja



Vir: Radcliffe, 1994, str. 677.

2.1 DOLOČITEV INVESTICIJSKE POLITIKE

Na začetku ločimo pojma investicijska politika in investicijska strategija. Investicijska politika zadeva odločitve o dolgoročnih investicijskih aktivnostih, otipljivih investicijskih kategorijah in alokaciji premoženja med temi kategorijami. Investicijska strategija pa se ukvarja s kratkoročnimi aktivnostmi, ki so v soglasju z izbrano politiko in bodo pozitivno pripomogle k doseganju zastavljenih ciljev določenega premoženja (Strong, 1993, str. 84). Določitev ustrezne investicijske politike zahteva identifikacijo investitorjevih ciljev glede na njegove zahteve po pričakovani donosnosti in nagnjenosti k tveganju, identifikacijo njegovih pglavitnih omejitev ter strateško alokacijo premoženja.

2.1.1 IDENTIFIKACIJA INVESTITORJEVIH CILJEV

Glede na premoženjsko teorijo se investitorjevi cilji kažejo v njegovem odnosu do pričakovane donosnosti in tveganja, ki je povezano z njo. Večina investitorjev tveganju ni naklonjena (risk aversion). Pričakovana koristnost določene naložbe takšnih investitorjev je pozitivna funkcija pričakovane donosnosti in negativna funkcija tveganja. Upravitelj mora v dogovoru z investitorjem identificirati prevladujoče cilje, ki bodo usmerjali kasnejše oblikovanje premoženja. Da bi se izognili nesporazumom in težavam, je priporočljivo, da so cilji jasno dogovorjeni ter podani v pisni obliki.

V literaturi najpogosteje omenjeni pglavitni cilji premoženja, ki se med seboj razlikujejo po tveganju in donosnosti, so (Levine, 1975, str. 1374-1375):

- stabilnost glavnice,
- povečanje oziroma apreciacija kapitala in
- maksimiranje denarnega donosa.

Racionalen investitor, ki ne želi izgubljati ter upošteva znano ekonomsko načelo »več je bolje kot manj«, bo želel doseči kombinacijo vsaj dveh ciljev. Toda dejansko investicijsko okolje onemogoča investitorju hkratno in popolno doseganje več ciljev. Povečanje kapitala je zagotovo povezano s tveganjem kapitalske izgube, visok denarni donos je le redko uresničljiv hkrati s povečanjem kapitala, obenem pa je praviloma povezan z velikim tveganjem. Iz lastnosti investicijskega okolja lahko sklepamo, da bo upravitelj v primerih, ko bo investitor želel pogosto dvigovati sredstva (razmere kratkega časovnega horizonta), premoženje obravnaval predvsem iz vidika stabilnosti glavnice oziroma povečanja kapitala. V primerih, ko bo investitor sredstva dodajal (razmere daljšega časovnega horizonta), pa bo investitorju in upravitelju relativno lažje sprejeti določeno stopnjo negotovosti, ki je vseskozi prisotna v investicijskem okolju.

Če na tem mestu zanemarimo vpliv davkov, lahko ločena obravnava denarnega donosa in povečanja kapitala vodi do neustreznih odločitev. Ker za doseganje denarnega donosa velja nižja stopnja negotovosti kakor za povečanje kapitala, se denarni donos kot tak zdi bolj verjeten cilj investitorja z nizkim pragom tveganja. Po drugi strani pa si investitor želi denar, natančneje kupno moč. Če njegov dohodek presega izdatke, bo zmožen minimirati dvig sredstev iz premoženja ali pa bo premoženje celo kapitalsko povečal. V primeru, ko se investitorjev kapital poveča, pa lahko s tem ustrezno nadomesti denarni donos. Visok denarni donos investitorju omogoča, da akumulira sredstva v času, ko so priložnosti za povečanje kapitala omejene. Na drugi strani pa, ko so priložnosti ugodne, lahko povečanje kapitala poveča tudi velikost premoženja ali pa financira višjo stopnjo potrošnje. Ne glede na to, kateri cilj bo za upravitelja prevladujoč, obstaja samo en končni cilj, to je maksimiranje pričakovane koristnosti premoženja (Strong, 1993, str. 92).

2.1.2 IDENTIFIKACIJA INVESTITORJEVIH OMEJITEV

Pri oblikovanju investicijske politike je potrebno poleg ciljev poznati tudi omejitve, s katerimi se sooča investitor. Dejavniki, ki investitorja, poleg same višine denarnih sredstev, ki jih je pripravljen zaupati v upravljanje, pogosto omejujejo pri izbiri naložb, so (Bodie, 1993, str. 887):

- **likvidnost**, ki se nanaša na možnost, kako hitro in po kakšni ceni lahko investitor premoženje zamenja v gotovino,
- **časovni horizont investiranja**, ki se nanaša na izbiro ročnosti naložb v premoženju,
- **zakonodaja**, ki lahko pomembno omejuje tako investitorja kot upravitelja,
- **davki**, ki bremenijo investitorjeve donose in
- **druge specifične omejitve**.

Najpomembnejša omejitev, ki določa investicijsko politiko, je časovni horizont investiranja. To je dolžina obdobja, za katero bo investitor zaupal svoja sredstva v upravljanje in, ob izteku katere bo ocenil investicijsko uspešnost. Časovni horizont, za vsako posamezno premoženje, določa vrsto naložb in investicijskih odločitev, ki morajo biti sprejete. Francis tako glede na dolžino časovnega horizonta investiranja loči investicije različnih ročnosti od špekulacij in hazarda (Francis, 1988, str. 44-45). Splošno veljavno načelo pravi, da daljši ko je časovni horizont investiranja, več tveganja si lahko privošči investitor. Ker je zaradi dejavnikov, ki jih bom navedel v nadaljevanju diplomskega dela, upravljanje premoženja najpogosteje zares smiselno le v primeru, ko ima investitor na voljo relativno dolg časovni horizont, bodo v premoženje vključene predvsem srednjeročne in dolgoročne naložbe.

Cilji, omejitve in na njih postavljena investicijska politika morajo biti določeni zelo pazljivo, ne samo zato, da si investitor postavi ustrezne cilje, ampak tudi zato, da sta tako investitor kot tudi sam upravitelj sposobna slediti tem določenim ciljem in se držati

določene investicijske politike tudi, če so gibanja na trgu vrednostnih papirjev popolnoma nepričakovana (Levine, 1988, str. 37).

2.1.3 STRATEŠKA ALOKACIJA PREMOŽENJA

Na osnovi investitorjevih ciljev in omejitev se določi strateško alokacijo premoženja, katere temeljni cilj je razporeditev premoženja med posamezne naložbene skupine na način, ki bo dolgoročno zagotovil najustreznejšo kombinacijo med pričakovano donosnostjo in tveganjem premoženja (Kritzman, 1990, str. 3). Kot posamezne naložbene skupine na tem mestu razumemo predvsem delnice, obveznice in instrumente denarnega trga kot obliko denarne rezerve. Z izbiro naložbenih skupin, katerih donosi med seboj niso popolnoma povezani (merjenje kovariance), se zmanjša tveganje celotnega premoženja ob nespremenjeni pričakovani donosnosti, kar investitorju omogoča doseganje večje skupne koristnosti. Poudariti velja, da pri odločanju o strateški alokaciji premoženja ne gre toliko za odločanje o tem, v katerih naložbenih skupinah plemenititi premoženje, temveč predvsem za odločanje o tem, kolikšen delež premoženja plemenititi v posameznih naložbenih skupinah (Kleindienst, 2001, str. 35).

Strateška sestava premoženja je tista, ki bi jo upravitelj pri investiranju uporabil, če bi bil popolnoma neinformiran o tekočem dogajanju na trgu vrednostnih papirjev. Nanjo lahko gledamo kot na nekakšen skupn uteži deležev naložbenih skupin, ki jih bo dolgoročno vsebovalo premoženje, če seveda prej predpostavimo, da jo investitor in/ali upravitelj v tem obdobju ne bosta spreminjala. Strateška sestava premoženja hkrati določa neko osrednjo vrednost, okoli katere se lahko gibajo kratkoročna taktična odstopanja. Upravitelj namreč, glede na tekoča dogajanja na trgu vrednostnih papirjev, deleže posameznih naložbenih skupin premoženja umesti znotraj njihovih taktičnih pasov odstopanja (Lofthouse, 2001, str. 7). V tabeli 1 je prikazan primer strateške sestave premoženja.

Tabela 1: Primer strateške, taktične in trenutne sestave premoženja (v %)

Naložbena skupina	Strateška sestava	Taktični pas	Trenutna sestava
Domače delnice	60	40-70	65
Tuje delnice	30	10-40	15
Obveznice	10	0-20	15
Denarna sredstva	0	0-15	5
Skupaj	100		100

Uspešnost strateške alokacije premoženja je v veliki meri odvisna od pravih ocen prihodnjih tržnih gibanj, ki so podane na osnovi pričakovanj in napovedi. Slednje temeljijo na analizah gospodarstva, analizah trga in analizah posameznih vrednostnih papirjev. Farrel kot temeljni metodi napovedovanja navaja (Farrell, 1983, str. 182):

- napovedovanje na podlagi preteklih tržnih gibanj in
- napovedovanje s pomočjo scenarijev.

2.2 OBLIKOVANJE PREMOŽENJA

Kot teoretska osnova za analizo oblikovanja premoženja služi Markowitzeva sodobna premoženjska teorija. Samo z ustreznim razumevanjem le-te je možno nadalje pojasniti najpogostejši pristop upraviteljev k oblikovanju premoženja, to je postopek od zgoraj navzdol, ki je sestavljen iz naslednjih korakov (Bodie, 1993, str. 172):

1. alokacija premoženja na tvegane in netvegane naložbe,
2. alokacija tveganega premoženja in
3. izbira posameznih vrednostnih papirjev.

Odločitve na prvih dveh stopnjah se običajno sprejema na višji organizacijski ravni, odločitve o izbiri posameznih vrednostnih papirjev (imenovani tudi tempiranje trga) pa se prepusti posameznim upraviteljem premoženja (Bodie, 1993, str. 172).

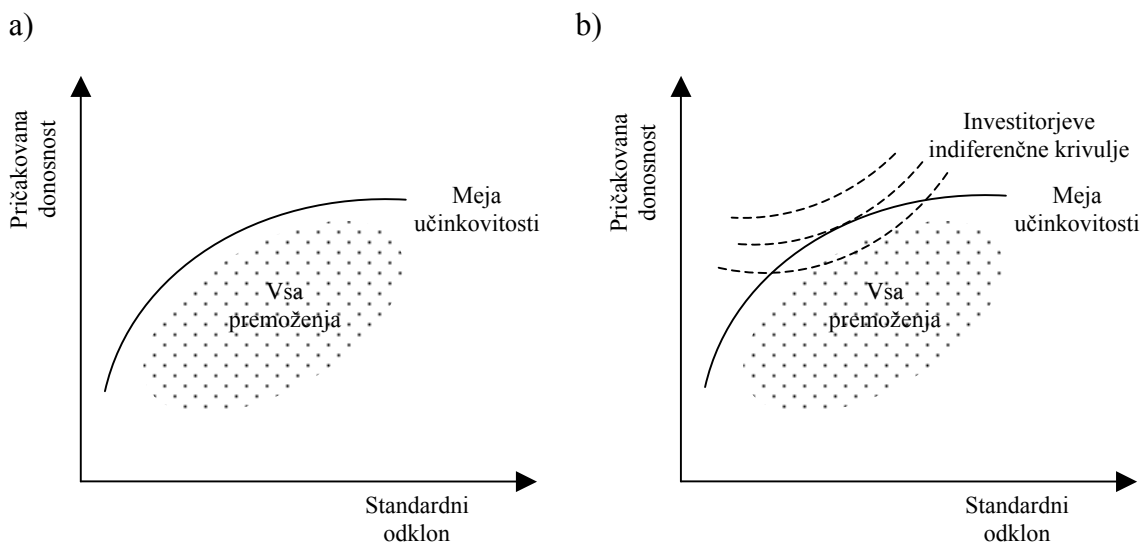
2.2.1 SODOBNA PREMOŽENJSKA TEORIJA

Do sredine 50. let dvajsetega stoletja so upravitelji in investitorji svoja premoženja oblikovali večinoma ad hoc. Vedeli so sicer, da morajo naložbe razpršiti, da bi zmanjšali tveganje premoženja, vendar je bila težava v tem, da niso natančno vedeli, kaj sploh je tveganje in kaj s tem dejansko skušajo zmanjšati. Prav tako niso natančno vedeli, po katerih lastnostih naj ločujejo različne vrste premoženja. Opisani pristop ad hoc se je končal z uveljavitvijo Markowitzeve sodobne premoženjske teorije (modern portfolio theory).

Premoženjska teorija analizira vpliv razpršitve naložb v vrednostne papirje in realno aktivo na tržno vrednost celotnega premoženja ekonomskega subjekta, ob hkratnem upoštevanju tveganja in donosnosti vseh njegovih premoženjskih oblik (Mramor, 2000a, str. 3). Predpostavlja, da so investitorji racionalni, da niso naklonjeni tveganju ter da skušajo maksimirati pričakovano donosnost svojega premoženja ob dani stopnji tveganja oziroma minimirati stopnjo tveganja ob dani pričakovani donosnosti premoženja. Model je možno grafično prikazati kot koordinatni sistem, v katerem pomeni abscisa tveganje ali standardni odklon, ordinata pa pričakovano donosnost. Vsako premoženje predstavlja točko v tem koordinatnem sistemu. Tista premoženja, ki imajo najvišjo pričakovano donosnost pri določeni stopnji tveganja oziroma najmanjše tveganje pri določeni stopnji pričakovane donosnosti, je Markowitz poimenoval učinkovita premoženja (efficient portfolios), vsa učinkovita premoženja pa tvorijo mejo učinkovitosti (efficiency set ali efficient frontier) (Lofthouse, 2001, str. 21). Ker obstajajo investitorji, ki so tveganju naklonjeni, in tisti, ki

se tveganja izogibajo, je potrebno pri izbiranju optimalnega premoženja upoštevati tudi individualne krivulje koristnosti oziroma indiferenčne krivulje (slika 2 prikazuje primer investitorja, ki tveganju ni naklonjen), ki kažejo poseben odnos investitorjev do tveganja in pričakovane donosnosti.

Slika 2: Meja učinkovitosti in investitorjeve indiferenčne krivulje



Vir: Prohaska, 1999, str. 102.

Ker je izračunavanje meja učinkovitosti za različne vrste premoženj obsežno in zamudno opravilo, so teorijo s časom nadgradili še modeli CAPM, APT in drugi, katerih za potrebe te naloge ne bom podrobneje analiziral. Za obravnavo tematike je tukaj pomembna le hipoteza o učinkovitosti trga kapitala, ki jo bom v poglavju 2.3 tudi podrobneje opisal.

2.2.2 ALOKACIJA PREMOŽENJA NA TVEGANE IN NETVEGANE NALOŽBE

Predpostavimo, da je investitor že določil najustreznejšo strukturo tveganega dela premoženja. Sedaj je potrebno določiti, kakšen delež premoženja investirati v tvegano premoženje (premoženje P) in kakšen delež v netvegano premoženje (premoženje F). V praksi se kot netvegano naložbo ponavadi obravnava kratkoročne državne vrednostne papirje ali premoženje, ki je sestavljeno iz instrumentov trga denarja, saj so tovrstne naložbe razmeroma varne (Bodie, 1993, str. 176). Pričakovana donosnost celotnega premoženja se lahko izračuna kot:

$$E(r_c) = y \cdot E(r_p) + (1-y) \cdot r_f$$

kjer je:

- $E(r_c)$ - pričakovana donosnost celotnega premoženja
- y - delež tvegane naložbe v celotnem premoženju
- $1 - y$ - delež netvegane naložbe v celotnem premoženju
- $E(r_p)$ - pričakovana donosnost tvegane naložbe
- r_f - netvegana obrestna mera

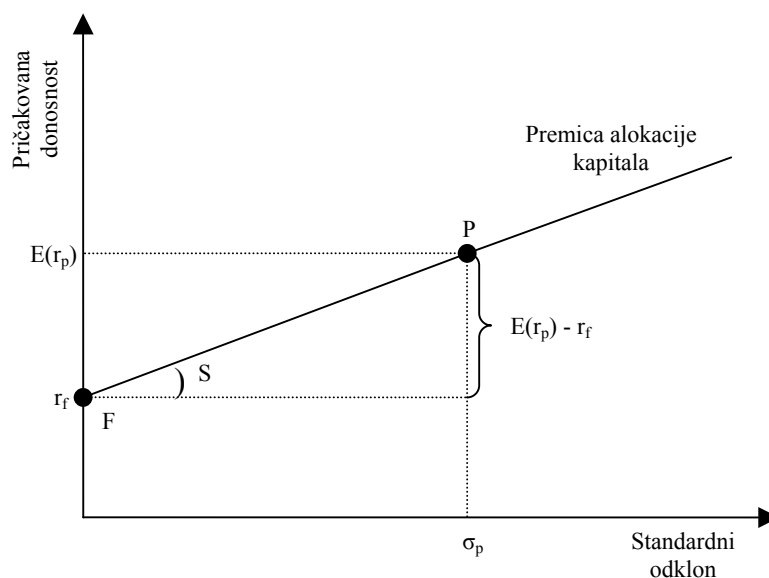
Tveganje celotnega premoženja, izraženo s standardnim odklonom (σ_c), se lahko zapiše kot zmnožek deleža tvegane naložbe v celotnem premoženju (y) in standardnega odklona tvegane naložbe (σ_p), saj je standardni odklon netvegane naložbe po definiciji enak 0 (Bodie, 1993, str. 176):

$$\sigma_c = y \cdot \sigma_p$$

Možne kombinacije med tvegano in netvegano naložbo lahko prikažemo s premico alokacije kapitala (slika 3), katere naklon (S) predstavlja ceno tveganja, saj kaže, za koliko enot se bo povečala donosnost premoženja, če povečamo tveganost za eno enoto:

$$S = \frac{E(r_p) - r_f}{\sigma_p}$$

Slika 3: Investicijske možnosti s tvegano in netvegano naložbo



Vir: Bodie, 1996, str. 178.

Slika 3 kaže, da s povečanjem deleža tvegane naložbe v celotnem premoženju naraščata standardni odklon in pričakovana donosnost premoženja. Točka F predstavlja premoženje, ki je v celoti sestavljeno iz netvegane naložbe, točka P pa premoženje, ki je v celoti

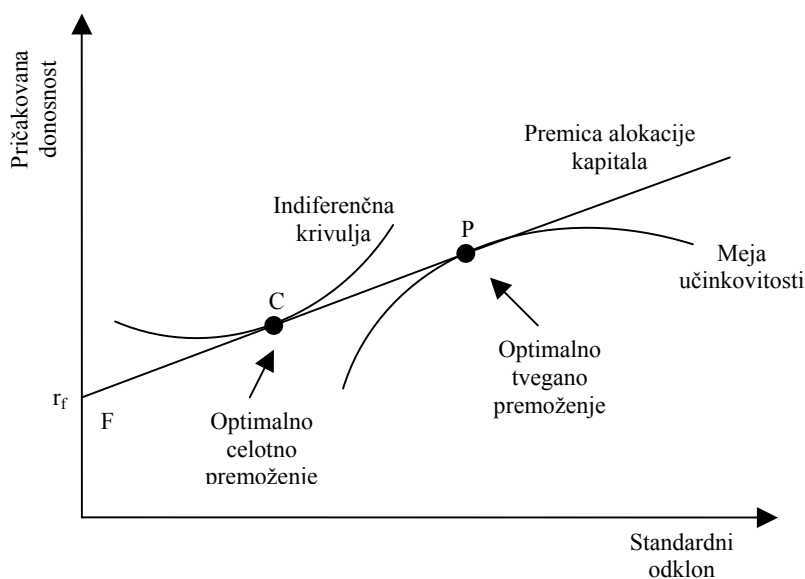
sestavljeno iz tvegane naložbe. Točke desno od točke P lahko investitor doseže samo v primeru, da si izposodi sredstva po netvegani obrestni meri. V primeru, da si jih izposodi po obrestni meri, ki je višja od netvegane, se premica desno od točke P nagne navzdol, kar pomeni, da po tej točki investitor dosega nižjo ceno tveganja (Bodie, 1993, str. 182). Investitor bo izbral takšno kombinacijo tvegane in netvegane naložbe v celotnem premoženju, ki mu bo prinesla največjo koristnost. Najustreznejša kombinacija je v točki, kjer je premica alokacije kapitala tangenta na najvišje dosegljivo indiferenčno krivuljo (točka C na sliki 4).

2.2.3 ALOKACIJA TVEGANEGA PREMOŽENJA

Alokacija tvegane premoženja je odločanje o razporeditvi tvegane dela premoženja med različne tvegane naložbene skupine, kot so na primer delnice in obveznice (Bodie, 1993, str. 172). Premoženje, ki vključuje različne skupine naložb, v primeru, da donosnosti teh skupin skozi čas niso popolnoma povezane, dosega boljše razmerje med pričakovano donosnostjo in tveganjem, kot ga dosega posamezne skupine naložb.

Investitor oziroma upravitelj skuša najti takšne kombinacije deležev posameznih tveganih naložbenih skupin, ki imajo najvišjo pričakovano donosnost pri določeni stopnji tveganja oziroma najmanjše možno tveganje pri določeni donosnosti. Takšne kombinacije so racionalne, prikaže pa se jih lahko z mejo učinkovitosti oziroma krivuljo racionalnih kombinacij deležev posameznih tveganih naložb, pri čemer premoženja pod krivuljo niso učinkovita. Katero konkretno kombinacijo bo upravitelj izbral, je seveda odvisno od preferenc investitorjev, se pravi od njihovih indiferenčnih krivulj. Za racionalne investitorje pridejo v poštev samo premoženja, ki ležijo na zgornjem delu krivulje, saj jim pri določenem tveganju prinašajo največjo donosnost.

Slika 4: Izbira optimalnega tveganega premoženja in optimalnega celotnega premoženja



Vir: Bodie, 1996, str. 209.

Glede na strukturo tveganega premoženja je možno sestaviti več premic alokacije kapitala. Tvegano premoženje, ki se nahaja v točki, kjer je premica alokacije kapitala tangenta na krivuljo racionalnih kombinacij deležev posameznih tveganih naložb oziroma na mejo učinkovitosti, je optimalno tvegano premoženje.

Upravitelj premoženja ponudi isto tvegano premoženje vsem investitorjem, ne glede na njihov odnos do tveganja. Drugačno tvegano premoženje bo ponudil le tistim investitorjem, ki postavijo dodatne zahteve ali omejitve, pri čemer vsaka dodatna omejitev na splošno vodi k manj ugodnim rezultatom kot v primeru, da omejitev ni (Bodie, 1993, str. 218). Investitor z bolj odklonilnim odnosom do tveganja bo zato v netvegano naložbo investiral večji del celotnega premoženja kot investitor z manj odklonilnim odnosom do tveganja. Izbiro najustreznjšega premoženja tako lahko razdelimo na dva dela. Prvi del je iskanje optimalnega tveganega premoženja in je povsem tehnične narave. Drugi del pa je alokacija celotnega premoženja med tvegano in netvegano naložbo, ki je odvisna od preferenc posameznega investitorja. Posamezni upravitelj tako lahko upravlja premoženje velikega števila investitorjev z razmeroma nizkimi dodatnimi stroški. Kljub temu različni upravitelji nudijo investitorjem različna optimalna tvegana premoženja. Razlike v optimalnih tveganih premoženjih nastanejo predvsem zaradi razlik v vhodnih podatkih, ki jih uporabljajo pri svoji analizi. Pravilna analiza trga je torej zelo pomembna za uspešnost investiranja in hkrati konkurenčna osnova med upravitelji premoženja.

2.2.4 IZBIRA POSAMEZNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Po določitvi optimalnega tveganega in optimalnega celotnega premoženja preostane upravitelju še izbira posameznih naložb znotraj posameznih naložbenih skupin tveganega premoženja, pri čemer uporablja enak postopek kot pri določitvi najustrežnejšega tveganega premoženja.

Investitor, ki razporedi premoženje na večje število različnih naložb, lahko dodatno zmanjša tveganje, ne da bi moral zato zmanjšati pričakovano donosnost. Zlasti pomemben je tisti del razpršitve, ki je opravljen znotraj premoženja delnic, saj so delnice ne le najbolj tvegana naložba izmed vseh osnovnih naložbenih skupin, temveč omogočajo tudi najučinkovitejše zmanjšanje tveganja z razpršitvijo premoženja na delnice različnih izdajateljcev. Pri razpršitvi premoženja pa je potrebno upoštevati tudi dejstvo, da nastajajo določeni transakcijski stroški, poleg tega pa koristnost razpršitve pada s številom delnic, ki so vključene v portfelj.

Finančni analitiki, zlasti na razvitih trgih kapitala, si niso enotni, ali je mogoče z aktivno izbiro posameznih naložb dosegati nadpovprečne dolgoročne investicijske rezultate.

2.3 UPRAVLJANJE PREMOŽENJA

2.3.1 UČINKOVITOST TRGA KAPITALA IN NJENE POSLEDICE

2.3.1.1 Hipoteza o učinkovitosti trga kapitala

Predpostavke učinkovitega trga kapitala, kot so jih definirali Black, Fama, Francis, Lorie in drugi, so naslednje (Levine, 1988, str. 1220):

1. **Učinkovit pretok informacij.** Informacije se širijo hitro in brez ovir do vseh dejanskih in potencialnih investitorjev, ki nato lahko hitro reagirajo.
2. **Investitorji so racionalni.** Prepoznajo učinkovita premoženja in v njih tudi investirajo.
3. **Takojšnja prilagoditev cen na nove informacije.** Tržne cene se promptno prilagodijo na novo razpoložljive informacije. Stabilnost cen v svojem bistvu ni zaželen lastnost učinkovitega trga kapitala.
4. **Nizki transakcijski stroški.** Stroški ne ovirajo potencialnih kupcev ali prodajalcev pri izvedbi njihovih investicijskih odločitev.
5. **Nepretrgano trgovanje.** Investitor, ki želi prodati ali kupiti vrednostni papir, lahko to stori takoj.

Temeljna trditev hipoteze pravi, da cene vrednostnih papirjev in posameznih naložbenih skupin v vsakem trenutku in v celoti odsevajo vse informacije, ki so na voljo. To pomeni, da je sprememba cene vrednostnega papirja lahko posledica le novih informacij, ki do tega trenutka niso bile dostopne na trgu. Informacije med seboj niso povezane, zato tudi sprememba cene posameznega vrednostnega papirja ne more biti povezana s kakršno koli poprejšnjo spremembo cene tega papirja (Mramor, 2000a, str. 109). Bolj realistična verzija hipoteze trdi, da na učinkovitih trgih kapitala cene vrednostnih papirjev odražajo informacije do točke, ko se mejne koristi pridobljenih informacij izenačijo z mejnimi stroški njihovega pridobivanja in transakcijskimi stroški (Elton, 1995, str. 406). Na učinkovitem trgu kapitala so vrednostni papirji pravilno ocenjeni in ustvarjajo donosnost, ki kaže njihovo tveganje (Reilly, 1986, str. 166).

Hipoteza o učinkovitosti trga kapitala je med najširše empirično testiranimi hipotezami.¹ V novejših empiričnih raziskavah lahko, glede na opredelitev »vseh razpoložljivih informacij«, ločimo tri oblike hipoteze (Bodie, 1993, str. 357):

- **Šibka oblika**, ki trdi da so tržne cene naložb v celoti odsev vseh informacij, ki jih je mogoče dobiti na podlagi podatkov o preteklem trgovanju. Ti podatki so javni, stroški njihove pridobitve so majhni. Investicijske strategije, ki temeljijo na napovedovanju bodočih tržnih cen naložb na podlagi preteklih informacij, ne morejo dati nadpovprečnih donosnosti, saj se tovrstne informacije v trenutku pokažejo v tržnih cenah naložb.
- **Srednje močna oblika** trdi, da so tržne cene naložb izraz vseh javno razpoložljivih informacij o podjetjih. Investitorji, ki se odločajo na podlagi vseh takih informacij o podjetju, prav tako ne morejo pričakovati nadpovprečne donosnosti.
- **Močna oblika** trdi, da tržne cene naložb odsevajo vse razpoložljive informacije, tudi notranje informacije, ki so na voljo samo izbranim investitorjem. Tudi v teh okoliščinah investitorji ne morejo pričakovati nadpovprečne donosnosti.

2.3.1.2 Pomen hipoteze za upravljanje finančnega premoženja

Glede na predpostavke hipoteze bo vsakršna tehnična in/ali temeljna analiza v razmerah učinkovitega trga popolnoma nekoristna, saj so vse razpoložljive informacije že vključene v tržno ceno vrednostnega papirja. Odnos investitorjev do upravljanja premoženja bo določen s stopnjo njihovega zaupanja v hipotezo učinkovitih trgov (Lofthouse, 2001, str. 96).²

¹ Čeprav se je hipoteza učinkovitosti trga kapitala razvila na podlagi rezultatov statističnih analiz gibanja cen vrednostnih papirjev Kendall-a leta 1953, je do podobnih ugotovitev kot Kendall prišel Bachelier že leta 1900: »Clearly the price considered most likely by the market is the true current price; if the market judged otherwise, it would quote not this price but another price higher or lower« (Lofthouse, 2001, str. 91).

² Nazoren in predvsem šaljiv prikaz učinkovitosti trga ponuja Malkiel (Levine, 1988, str. 1230): Profesor, zavzet zagovornik učinkovitega trga, bo študentu, ki na cesti vidi bankovec za 20\$, svetoval, naj ga ne pobere, saj bi ga, v primeru če bi bil pravi, že zdavnaj pobral kdo drug. Drugi profesor z manj rigidnim

Zagovorniki hipoteze podpirajo pasivno upravljanje sredstev, saj menijo, da ni mogoče premagati trga (beat the market). To pomeni, da ne morejo doseči donosnosti, ki bi bila višja kakor tržna, določena recimo z ustreznim tržnim indeksom. Na drugi strani pa tisti, ki ne verjamejo v hipotezo, zagovarjajo aktivno upravljanje sredstev, saj menijo, da je notranja oziroma prava cena (intrinsic value) vrednostnega papirja različna od tržno določene. Aktivni upravitelj tako išče podcenjene in precenjene vrednostne papirje in lahko s tem dosega nadpovprečno donosnost.

Čeprav popolnoma učinkovitega trga ni (kar bom analiziral kasneje), lahko v tem hipotetičnem okolju nazorno pojasnim sam smisel upravljanja premoženja. Zaradi različnih odnosov investorjev do tveganja in njihovih različnih preferenc ima upravljanje premoženja namreč smisel tudi v razmerah popolnoma učinkovitega trga kapitala. Vloga upravitelja premoženja je ravno v tem, da oblikuje premoženje, ki bo ustrezalo preferencam stranke, četudi v nekaterih primerih ne bo premagalo trga (Bodie, 1996, str. 351).

2.3.1.3 Dejanska učinkovitost razvitih trgov kapitala

Razviti trgi kapitala, še posebej v ZDA, danes izpolnjujejo večino zahtev tradicionalnega modela visokokonkurenčnega trga (Farrell, 1983, str. 21):

- Na trgu je prisotno veliko udeležencev, od katerih nobeden nima prevladujočega vpliva.
- Informacije o vrednostnih papirjih so splošno dosegljive po razmeroma nizkih stroških.
- Transakcijski stroški so nizki.
- Trgi so večinoma visokolikvidni, tako da se tržne cene vrednostnih papirjev hitro prilagodijo novim informacijam.
- Institucionalna struktura trgov je dobro razvita, zakonska regulacija zagotavlja nemoteno delovanje.

Številne raziskave in testi so pokazali, da so razviti trgi kapitala splošno učinkoviti glede na šibko obliko, zmerno učinkoviti glede na srednje močno obliko in neučinkoviti glede na močno obliko hipoteze o učinkovitosti trga kapitala (Farrell, 1983, str. 23). Tukaj je smiselno še enkrat poudariti, da hipoteza učinkovitih trgov ne trdi, da upravitelji oziroma investitorji ne morejo premagati trga in dosegati nadpovprečnih donosnosti. Pravi le, da ne morejo pričakovati, da bi to lahko dosegali dolgoročno.

pogledom na učinkovitost trga pa študentu svetuje, naj le pobere bankovec in po možnosti pri tem še pohiti, da ga ne prehiti kdo drug.

V zadnjih letih so bili akademiki vse bolj pozorni na številne anomalije in izjeme v učinkovitosti trga. Nekatere raziskave so namreč pokazale, da je lahko celoten trg obsežno pre- ali podcenjen, ker pretirano reagira na določene dogodke ali pa se ujame v špekulativne mehurčke (Lofthouse, 2001, str. 95). Vsaj za kratka obdobja naj bi tako obstajali žepi neučinkovitosti, ki se jih da izkoristiti (Levine, 1988, str. 1229). Upravitelji premoženja in drugi investitorji torej lahko premagajo trg, toda za to so potrebni znanje, čas, trud in organizacija.

2.3.1.4 Učinkovitost slovenskega trga kapitala

Slovenski trg kapitala se razvija in zato ne more biti zares učinkovit, torej, da bi cene vrednostnih papirjev odražale vse razpoložljive informacije. Razloge za to nekateri iščejo predvsem v majhnosti, kratkem delovanju ter dokaj omejujoči zakonodaji (Mramor, 2000, str. 316). Empirične raziskave, ki preverjajo stopnjo učinkovitosti slovenskega trga kapitala glede na hipotezo o učinkovitosti, so redke. Omenjam samo pomembnejše.

Bržkone pionirska raziskava na tem področju (Deželan, 1996, str. 91) je pokazala, da za slovenski trg kapitala ne moremo trditi, da je učinkovit glede na šibko obliko hipoteze. Aver, Petrič in Zupančič v raziskavi za kasnejše obdobje podobno ugotavljajo, da trg ne izpolnjuje šibke oblike hipoteze, njihova primerjava učinkovitosti slovenskega trga kapitala ter nekaterih razvitih in razvijajočih se trgov pa je dala zanimive rezultate. Pokazala je namreč, da je trg kapitala v Sloveniji precej bolj neučinkovit kot katerikoli od proučevanih tujih trgov (Mramor, 2000, str. 344). Po ugotovitvah dosedanjih raziskav lahko vseeno sklepamo, da neke vrste šibka in srednje močna oblika učinkovitosti obstaja, vendar je ni možno kvantitativno preveriti, saj je obseg potrebnih analiz zelo velik in zahteven, pri tem pa večino težav predstavlja samo zbiranje podatkov (Velkavrh, 2002, str. 31).

Slovenski trg kapitala lahko uvrstimo med nastajajoče trge kapitala, za katere je na splošno značilno, da so šibko ali zmerno učinkoviti, zato lahko tečajji nekaterih vrednostnih papirjev dlje časa odstopajo od dejanskih ali notranjih vrednosti. Verjetnost, da bo investitor na Ljubljanski borzi za delnico kakega podjetja plačal občutno več ali manj, kot je dejansko vredna, je povsem realna. Potrebno pa je poudariti, da so tečajji večine vrednostnih papirjev (zlasti dvajset najlikvidnejših izdaj) dokaj dober približek njihove dejanske vrednosti. Od dejanske vrednosti lahko še posebej močno odstopajo tečajji manj likvidnih delnic manjših podjetij. Možen večji razkorak med tečajem in vrednostjo delnice pa dopušča možnost, da dobro poučen investitor in upravitelj z aktivnim upravljanjem dosežeta nadpovprečno donosnost premoženja precej lažje kot na razvitih in učinkovitejših trgih.

2.3.2 PASIVNO IN AKTIVNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA

Kot sem že omenil, je izbira strategije upravljanja odvisna od investitorjevega ali upraviteljevega pogleda na učinkovitost trga kapitala, na podlagi katerega lahko premoženje upravlja pasivno, aktivno ali kombinirano.

2.3.2.1 Pasivno upravljanje

Pasivni upravitelji se ne ukvarjajo z iskanjem precenjenih ali podcenjenih vrednostnih papirjev ter z napovedovanjem splošnih gibanj tečajev na trgu. Dejanske tečaje vrednostnih papirjev sprejemajo kot dane in najboljše ocene vrednosti naložb. Menijo, da ali trg pravilno vrednoti vrednostne papirje, ali pa nimajo dovolj znanja in informacij, da bi lahko z identifikacijo nepravilno ovrednotenih vrednostnih papirjev dolgoročno dosegali nadpovprečne donosnosti (Lofthouse, 2001, str. 96). Slednje še zlasti velja, če upoštevamo, da trgovanje z vrednostnimi papirji povzroča določene transakcijske stroške in negativne davčne učinke.

Pasivno upravljanje se običajno označuje kot strategija »kupi in obdrži« (buy-and-hold strategy). Pasivni upravitelj strateško razporedi premoženje in izbere posamezne vrednostne papirje, nato pa opravlja zelo malo transakcij z njimi, ne glede na gibanja njihovih tečajev na trgu. Opravlja namreč le tiste transakcije, ki so potrebne za vzdrževanje ciljne sestave premoženja, nakupe vrednostnih papirjev na osnovi tekočega dohodka in transakcije, ki jih zahtevajo spremembe v njegovem finančnem profilu. Na razvitem trgu kapitala je pasivna strategija upravljanja smiselna izbira za številne upravitelje in investitorje, saj so na voljo obširne podatkovne baze o obnašanju vrednostnih papirjev v preteklosti.

Najčistejša metoda pasivnega upravljanja je t.i. indeksiranje (indexing). Pri njej upravitelj premoženje razporedi v posamezne vrednostne papirje v podobni sestavi, kot jo ima določen splošni borzni indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo. Investitorjev ali upraviteljev cilj je, doseči podobno razpršenost in donosnost kot izbrani indeks. Prednosti te metode pasivnega upravljanja sta predvsem v nizkih transakcijskih stroških ter pravilni izbiri vrednostnih papirjev in trenutka izvedbe posamezne transakcije. Danes sta v svetu najbolj poznana načina indeksiranja naložba v indeksne investicijske sklade ter naložba v indeksne delnice.

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

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

2.3.2.2 Aktivno upravljanje

Aktivni upravitelji so tisti, ki menijo, da so trgi kapitala dovolj neučinkoviti, da je možno s sistematičnim iskanjem podcenjenih ali precenjenih vrednostnih papirjev trg premagati oziroma doseči nadpovprečno donosnost premoženja. V nasprotju s pasivnimi upravitelji menijo, da trg nepravilno vrednoti vrednostne papirje ter da imajo zadosti znanja in informacij, da to lastnost trga tudi izkoristijo. Aktivni upravitelj dosega nadpovprečno donosnost ob tveganju, ki je sprejemljivo za investitorja, tako da izbira posamezne vrednostne papirje in/ali naložbene razrede.

Zaradi pogostega trgovanja z vrednostnimi papirji aktivne upravitelje pogosto primerjajo s špekulanti, kar pa ni upravičeno. Med aktivnim upraviteljem in špekulantom obstajajo pomebne razlike (Kleindienst, 2001, str. 75):

- Aktivni upravitelj pri sprejemanju investicijskih odločitev vedno upošteva osnovno strateško razporeditev premoženja. Od nje nikoli bistveno ne odstopa, deleže posameznih naložbenih skupin pa spreminja le v okviru vnaprej opredeljenih mej. Špekulant tovrstnih omejitev ne pozna.
- Aktivni upravitelj se tveganju pri investiranju v vrednostne papirje izpostavlja le znotraj vnaprej določenih omejitev, špekulanta pa zanima predvsem donosnost, tveganju posveča manj pozornosti.
- Aktivni upravitelj deleže posameznih naložbenih skupin spreminja redkeje kot špekulant, ki lahko sestavo premoženja bistveno spremeni tudi v enem samem dnevu.
- Aktivni upravitelj temeljnim dejavnikom, ki vplivajo na vrednost in tečaje delnic, namenja precej večjo pozornost kot špekulant.

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

Zanimiv pogled na način, kako naj upravitelj upravlja premoženje – aktivno ali pasivno – ponuja Reilly, ki analitike vrednostnih papirjev, glede na njihovo uspešnost identificiranja napačno ovrednotenih vrednostnih papirjev, deli na superiorne in inferiorne. Meni, da naj upravitelj v primeru, ko ima na voljo storitve superiornega analitika, premoženje upravlja aktivno in nasprotno, ko ima na voljo storitve inferiornega analitika, pasivno (Reilly, 1986, str. 185).

2.3.2.3 Združevanje pasivnega in aktivnega upravljanja

V praksi upravitelji premoženja običajno uporabljajo kombinacijo pasivnega in aktivnega upravljanja. To lahko dosežejo na različne načine (Kleindienst, 2001, str. 83):

1. **Razdelitev premoženja na pasivni in aktivni del.** Za lažje razumevanje si lahko predstavljamo, da se investitorjevo premoženje razdeli na dva dela: na tržno premoženje, ki vključuje vse vrednostne papirje na trgu (pasivno upravljanje), in od tržnega odstopajoče premoženje, oblikovano za izkoriščanje prednosti, ki izvirajo iz napačne ocene določenih vrednostnih papirjev (aktivno upravljanje). Tovrstno investiranje je primerno za upravljanje večjega obsega premoženja.
2. **Tempiranje trga (market timing) ali taktična alokacija premoženja.** Upravitelj se na osnovi napovedovanja bodočih gibanj cen vrednostnih papirjev odloča samo o tem, v katere osnovne skupine naložbenih možnosti bo v določenem obdobju vlagal investitorjevo premoženje. Nadpovprečne donosnosti premoženja ne skuša doseči z izbiro posameznih vrednostnih papirjev, temveč le na podlagi odstopanj v strateški razporeditvi premoženja. Tempiranje trga je v tujini zelo razširjena strategija, saj se na razvitih trgih kapitala v zadnjih letih vse bolj uveljavlja mnenje, da je zelo težko dosežati nadpovprečno donosnost premoženja z iskanjem posameznih vrednostnih papirjev.
3. **Izbira posameznih vrednostnih papirjev.** Upravitelj poizkuša najti napačno ovrednotene vrednostne papirje in izboljšati razmerje med tveganjem in donosnostjo celotnega premoženja z izbiro tovrstnih vrednostnih papirjev. To pomeni prodajo precenjenih in nakup podcenjenih vrednostnih papirjev, pri čemer se je potrebno odreči nekaterim načelom najustreznejše razpršitve (Bodie, 1996, str. 3). Ta metoda je tem dražja, čim manjši je obseg premoženja v upravljanju.

2.4 MERJENJE USPEŠNOSTI PREMOŽENJA

2.4.1 USPEŠNOST CELOTNEGA PREMOŽENJA

Nedvomno pomemben del investicijskega procesa je tudi ocenjevanje in merjenje njegove uspešnosti. Merjenje uspešnosti je za upravljanje premoženja tako osnova za morebitno spremembo investicijske strategije, kakor tudi izhodišče za sistem nagrajevanja upraviteljev. Zato je ponavadi opravljeno v dveh korakih: prvič kot zunanje poročilo za potrebe investitorjev in drugič kot notranje poročilo za potrebe analize in kontrole. Merjenje uspešnosti premoženja v upravljanju je mogoče izvesti s:

- primerjavo z uspešnostjo drugih premoženj v upravljanju,
- primerjavo z uspešnostjo primerjalnega (benchmark) premoženja in
- klasičnimi kazalniki, ki merijo uspešnost premoženja na podlagi primerjave donosnosti s tveganjem.

a) Primerjava uspešnosti premoženja z uspešnostjo drugih premoženj v upravljanju je na prvi pogled sicer zanimiva mera, toda ob upoštevanju dejstva, da se premoženja med seboj razlikujejo v številnih dejavnikih in da praktično ne obstajata dve enaki premoženji z dvema investitorjema, ki bi imela enake preference, je dokaj neuporabna.

b) Primerjava donosnosti premoženja z donosnostjo primerjalnega (benchmark) premoženja je najpreprostejši in najhitrejši način merjenja uspešnosti. Pri tem se zastavlja vprašanje, kaj primerjalno premoženje sploh je in kako zagotoviti dejansko primerljivost le-tega s premoženjem v upravljanju. Večinoma se za primerjalno premoženje vzame kar določen tržni indeks ali, bolj poredko, vzajemni sklad. Deleži in sestava naložbenih skupin v tržnem indeksu naj bi bili čimbolj enaki deležem, določenim s strateško alokacijo premoženja. Največja pomanjkljivost merjenja uspešnosti z uporabo primerjalnega premoženja pa je v tem, da ne upošteva začetnih zahtev in preferenc investitorja glede tveganja, likvidnosti in drugih zanj pomembnih dejavnikov. Šele z upoštevanjem tveganja pridemo do bolj ali manj pravilne ocene oziroma mere uspešnosti. Tveganje nam poleg donosnosti namreč pove, kako je bil rezultat dosežen. Za večino investitorjev je pričakovana koristnost investicije pozitivna funkcija pričakovane donosnosti in negativna funkcija variance te donosnosti (Strong, 1993, str. 393).

c) Klasični kazalniki, ki merijo uspešnost premoženja na podlagi primerjave donosnosti s tveganjem premoženja, so naslednji (Reilly, 1986, str. 673-680):

- Sharpov kazalnik, ki nam pove, kakšno je razmerje med povprečno presežno donosnostjo premoženja nad povprečno netvegano donosnostjo in tveganjem, ki ga je premoženje nosilo;
- Treynorjev kazalnik, ki je v osnovi enak Sharpovemu, le da izhaja iz sistematičnega tveganja namesto iz celotnega tveganja;
- Jensenov kazalnik, ki meri presežek donosnosti nad pričakovano donosnostjo glede na tveganje.

Klasični kazalniki temeljijo na modelu CAPM, zato zahtevajo ustrezno opredelitev tržnega premoženja, kar pa je v praksi izredno težko izvedljivo (Reilly, 1986, str. 685-686). Upravitelji premoženja za približek tržnega premoženja najpogosteje uporabljajo tržni indeks. Toda bolj ko ta približek odstopa od dejanskega tržnega premoženja, bolj prirejene in neustrezne rezultate bodo dajali kazalniki. Poleg opredelitve netvegane donosnosti puščajo klasični kazalniki nepojasnene še nekatere druge vidike.

Če želimo določiti stopnjo izpolnjevanja investicijskih ciljev kar se da objektivno, mora biti uspešnost premoženja merjena za relativno dolgo časovno obdobje, na primer tri do pet let (Levine, 1975, str. 1222). Upravitelj mora investitorju na primeren način razložiti, da izključno kratkoročni rezultati niso ustrezno merilo uspešnosti upravljanja. Kljub temu pa so za notranje potrebe, vsaj za večja premoženja, potrebna in primerna tudi poročila za

krajša časovna obdobja. Na osnovi le-teh je možno razbrati kratkoročne investicijske rezultate, pravočasno zaznati morebitne težave ter razločiti premoženja, za katera je potrebna ponovna ocena investicijske politike.

2.4.2 USPEŠNOST POSAMEZNE FAZE UPRAVLJANJA

V praksi investitorje bolj kot primerjava donosnosti s tveganjem zanima, kakšni so bili v določenem obdobju prispevki različnih ravni investicijskega odločanja k donosnosti celotnega premoženja. Glede na neko primerjalno raven uspešnosti, ki meri donosnost, ki bi jo upravitelju prinesla popolnoma pasivna strategija, lahko uspešnost premoženja analiziramo na treh ravneh (Bodie, 1996, str. 793-795):

1. **Uspešnost strateške alokacije premoženja.** Analizira se uspešnost upravljanega premoženja glede na deleže posameznih naložbenih razredov (delnice, obveznice ter instrumenti denarnega trga). Prispevek strateške alokacije k celotni uspešnosti premoženja je enak vsoti produktov presežnih deležev naložbenih razredov in presežnih donosnosti na vseh trgih.
2. **Uspešnost pri izbiri panoge znotraj posameznega naložbenega razreda.** Prispevek posamezne panoge k celotni uspešnosti premoženja je enak zmnožku razlike v deležu in relativne uspešnosti posamezne panoge.
3. **Uspešnost pri izbiri vrednostnih papirjev znotraj posameznih panog.** Prispevek posameznega vrednostnega papirja k celotni uspešnosti premoženja je enak zmnožku presežnega deleža in njegove presežne uspešnosti.

3. KOMU JE NAMENJENO UPRAVLJANJE FINANČNEGA PREMOŽENJA

Upravljanje finančnega premoženja je aktualno predvsem za tiste, ki imajo tega premoženja več (Ribnikar, 1994, str. 50). Med njimi omenimo dve, smiselno ločeni skupini: institucionalne investitorje in (bogate) posameznike oziroma individualne investitorje.

3.1 INSTITUCIONALNI INVESTITORJI

Institucionalni investitorji so predvsem finančne institucije, ki investirajo v domače in tuje vrednostne papirje ter imajo jasno določen pogodbeni odnos s svojimi komitenti in/ali opravljajo funkcijo nakakšnega kanala, preko katerega se posameznikovo denarno premoženje pretaka v vrednostne papirje. Ponavadi institucionalne investitorje delimo v štiri večje skupine: zavarovalnice, pokojninske sklade, odprte investicijske sklade (vzajemne sklade) in zaprte investicijske sklade (investicijske družbe), poleg teh pa velja

omeniti še univerze in druge ustanove, ki svojo dejavnost financirajo z donosom od premoženja, ki ga držijo v različnih oblikah (Ribnikar, 1999, str. 214-215). Omenjene institucije investirajo predvsem v različne lastniške in dolžniške vrednostne papirje ter instrumente denarnega trga, redkeje tudi v nepremičnine in umetniška dela.

Omeniti velja tudi poseben primer komercialnih bank, ki imajo navadno pomemben del svojih aktiv v (praviloma kratkoročnih dolžniških) vrednostnih papirjih, ki jih je potrebno ustrezno upravljati. Tisti, ki upravljajo finančno premoženje, so ponavadi zaposleni v institucijah, ki so lastniki tega premoženja (institucionalni investitorji in komercialne banke), ali pa se s temi posli ukvarjajo za provizijo (Ribnikar, 1994, str. 50).

3.2 INDIVIDUALNI INVESTITORJI

Individualnega investitorja tukaj ne pojmuje kot investitorja, ki avtonomno nalaga sredstva v vrednostne papirje, ampak kot investitorja, čigar finančno premoženje je predmet individualnega upravljanja. V tem smislu gre za fizične in pravne osebe, ki imajo viške denarnih sredstev, nimajo pa potrebnega znanja, volje, časa ali dostopa do informacij, da bi te viške usmerile v vrednostne papirje ter z njimi trgovale v svojem imenu in za svoj račun. Individualna premoženja se od institucionalnih ločijo vsaj na naslednjih dveh ravneh (Levine, 1975, str. 1373):

- večina individualnih investitorjev v premoženje ne dodaja svežih sredstev na sistematičen in predvidljiv način in
- večina institucionalnih premoženj je izvzetih plačila davka na dohodek in davka na kapitalski dobiček.

Čeprav se danes institucionalno in individualno upravljanje s premoženjem obravnavata večinoma ločeno, ostajajo temeljna načela upravljanja pri obeh praktično identična. Kljub temu, da se premoženja institucionalnih in individualnih investitorjev značilno razlikujejo v njihovih zahtevah, časovnih horizontih, pragih tveganja in denarnih tokovih, je cilj obeh vrst premoženj še vedno konsolidacija vseh navedenih lastnosti na takšen način, da se doseže najvišjo možno donosnost ob dani stopnji tveganja ali najnižjo možno stopnjo tveganja ob dani donosnosti (Levine, 1975, str. 1373).

Individualno upravljanje premoženja je danes v razvitih bančnih okoljih pogosto trženo skozi širšo storitev osebnega bančništva (private banking). Predvsem bogati posamezniki so na ta način deležni široke palete storitev na enem mestu, pri čemer je to za banko praviloma izredno donosna dejavnost, saj je zaradi večje kakovosti njene ponudbe tudi cenovna elastičnost povpraševanja nižja, okrepi pa se tudi navzkrižna prodaja storitev (cross-selling) (Vozel, 2000, str. 66). Izbor bančnih, finančnih ter ostalih storitev, ki so na voljo komitentom, tako tipično obsega različne vloge, plačilni promet, investicijsko svetovanje, hrambo in deponiranje v sefu, odobravanje kreditnih linij, upravljanje

premoženja, sklepanje zavarovalnih polic, davčno in pravno svetovanje itd. Ostale finančne institucije bankam na tem področju le težka konkurirajo, saj so že v preveliki meri specializirane.

Od poznega 18. stoletja je bilo zasebno bančništvo domena švicarskih, angleških in nekaterih drugih bank. Konec 70. let dvajsetega stoletja pa ga je začelo razvijati več ameriških (J. P. Morgan, Chase Manhattan, City Bank) in evropskih bank (Credit Suisse, UBS in ABN Amro), ki so skušale z nišno strategijo zadovoljiti potrebe premožnejših komitentov (Vozel, 2000, str. 66). Danes so te banke tudi največje upraviteljice individualnih finančnih premoženj, njihov pristop pa je bil eden prvih pravih k segmentaciji bančnega trga. Čeprav so, zaradi zaupne narave osebnega bančništva, podatki o skupni vrednosti tovrstnega premoženja v svetu izredno skopi, analitiki ocenjujejo, da se individualno upravlja za nekaj deset bilijard ameriških dolarjev sredstev (Walter, 1998, str. 68).

V nadaljevanju naloge se bom osredotočil na drugo specifično obliko upravljanja finančnega premoženja v okviru komercialnih bank. Poleg že omenjenega upravljanja premoženja, ki je sestavljeno iz vrednostnih papirjev kot sestavnega dela bančne aktive, namreč banka lahko individualno upravlja tudi finančno premoženje svojih komitentov oziroma strank.

4. UPRAVLJANJE FINANČNEGA PREMOŽENJA ZA BANČNE KOMITENTE

Splošne značilnosti organizacijske strukture, znotraj katere deluje sistem upravljanja s premoženjem, vplivajo na uspešnost oziroma učinkovitost upravljanja tako neposredno kot posredno. Predvsem velikost in kompleksnost organizacije ter izbor in raznolikost njenih dejavnosti so v veliki meri prevladujoči dejavniki, ki vplivajo na doseganje zastavljenih ciljev investitorja in/ali upravitelja. Kot organizacijo bom, v tem konkretnem primeru, obravnaval univerzalno banko³, ki je po svojih osnovnih značilnostih velika in diverzificirana.

4.1 PREDNOSTI BANKE KOT UPRAVITELJA INDIVIDUALNEGA PREMOŽENJA

a) Nižji operativni stroški. S temi lahko banka svojim komitentom nudi kvalitetnejše in/ali cenejše storitve. To lahko doseže s:

³ V nadaljevanju bom za univerzalno banko uporabljal samo izraz banka.

- skupno uporabo prostorov in/ali osebja dveh ali večih oddelkov, ki sicer opravljajo različne funkcije, če je le-to zakonsko dovoljeno;
- skupnim črpanjem podatkov in pripravo raznovrstnih analiz posameznih vrednostnih papirjev in trga vrednostnih papirjev kot celote ter ostalih gospodarskih in panožnih analiz;
- skupnim informacijskim sistemom, ki vzdržuje specifične podatke različnih premoženj in rabi za statistične ter analitične potrebe več oddelkov hkrati;
- skupno pravno službo;
- skupnim trženjem storitev.

b) Celovita ponudba storitev. Stranka oziroma komitent lahko znotraj ene organizacije zadovolji več potreb po bančnih in finančnih storitvah hkrati. Banka tako na primer ponuja širok spekter storitev: upravljanje finančnega premoženja, premoženjsko in investicijsko svetovanje, bančne denarne depozite, hranilne vloge ter transakcijske račune, podjetniške kredite in pokojninsko varčevanje. S poslovanjem v banki stranka prihrani dragocen čas, obenem pa ima pristnejši in dolgoročnejši odnos z bančnim osebjem. Zaradi raznolikosti in obsega svojih dejavnosti zaposluje banka obsežen kolektiv, ki premore različna specializirana znanja, velik obseg raziskovalnega gradiva, izpopolnjen informacijski sistem in bazo podatkov ter polno razvit sistem trgovanja z vrednostnimi papirji. Veliko število specialistov je zmožno podrobne analize gospodarstva, pravnih in zakonskih norm, domačega in tujega trga vrednostnih papirjev ter številnih podjetij in panog. Uprava banke lahko zato temeljiteje planira, usmerja in nadzira celovit in poglobljen sistem upravljanja s premoženjem.

c) Izdelan sistem nadzora in revizije. Banka je sposobna vzdrževati popoln in razdelan sistem nadzora in revizije na več ravneh procesa upravljanja s premoženjem. Vsako posamezno premoženje je tako deležno konsistentne kvalitete nadzora, kar ima dolgoročno ključen pomen za komitente. V primeru, ko premoženje upravlja manjša organizacija, namreč obstaja večja verjetnost, da stranke zaradi premajhne pozornosti ne bodo takoj opazile morebitnega poslabšanja uspešnosti upravljanja. Banka si slabega nadzora nad procesom upravljanja pravzaprav ne sme dovoliti, saj bi neodgovorno upravljanje povzročilo nezadovoljstvo komitentov in metalo slabo luč na ostale bančne dejavnosti oziroma storitve.

d) Kontinuiteta in stabilnost sistema upravljanja s premoženjem. Banke so v svetu že dodobra uveljavljene institucije, do katerih imajo komitenti specifičen odnos. Nekatere banke skrbno in uspešno upravljajo premoženja že več desetletij. V veliki organizaciji, kakršna je banka, so najpogosteje zaposleni strokovno usposobljeni in izkušeni upravitelji, ki si med seboj konkurirajo v izdelanem sistemu napredovanja. Zaradi odhoda uspešnega upravitelja banka ne bi smela imeti tako velike težave kakor manjša organizacija.

e) **Razvita distribucijska mreža.** Čeprav so dejavnosti upravljanja s premoženjem najpogosteje centralizirane v eni (matični) banki, imajo stranke omogočen stik s storitvijo v njenih poslovalnicah na širšem območju. Banka tako z relativno nizkimi dodatnimi stroški približa storitev svojim aktualnim in potencialnim komitentom.

4.2 SLABOSTI BANKE KOT UPRAVITELJA INDIVIDUALNEGA PREMOŽENJA

a) **Konkurenca znotraj organizacije.** V banki bo sistem upravljanja s premoženjem dejansko konkuriral drugim dejavnostim oziroma funkcijam, tako za naklonjenost strank kot za podporo iz istega proračunskega vira. Takšna je na primer potencialna konkurenca znotraj investicijskega sektorja.

b) **Delitev stroškov in donosov.** V diverzificirani organizaciji, kakršna je banka, lahko pride do težav pri identificiranju in ocenjevanju ustvarjenih stroškov in donosov po posameznih stroškovnih mestih oziroma dejavnostih, kisi med seboj konkurirajo. Prav tako lahko pride do nejasnosti pri določanju deležev ustvarjenega donosa, ki naj bi bili reinvestirani po posameznih dejavnostih. Ker upravljanje s premoženjem predstavlja relativno majhen del organizacije, so njegove potrebe toliko lažje spregledane ali pozabljene.

c) **Neustrezen položaj znotraj organizacijske strukture.** Sistem upravljanja s premoženjem bo kvaliteten in uspešen le v primeru, da se bo uprava banke zanj primerno zavzela, mu določila ustrezne smernice ter nudila vso potrebno podporo. To pa je mogoče doseči le tako, da se upravljanje s premoženjem oblikuje kot ločen, relativno avtonomen sektor, ki je neposredno odgovoren upravi. Potrebno je poiskati takšen položaj znotraj organizacijske strukture banke, ki bo upravljanju zagotavljal dovoljšno mero avtonomnosti in hkrati dovolj tesen stik z ostalimi dejavnostmi.

d) **(So)uporaba storitev drugih dejavnosti.** Težave lahko predstavlja obveza uporabe storitev drugih dejavnosti znotraj banke, ne glede na njihovo primernost ali kvaliteto. Nekatere od storitev, kot so trgovanje z vrednostnimi papirji, informacijske rešitve, pravne podpore in trženja storitev, so namreč lahko manj primerne, dražje ali pa manj kvalitetne kakor storitve, ki jih je mogoče dobiti zunaj banke (outsourcing).

e) **Sklepanje o kvaliteti posamezne storitve na osnovi drugih.** Le dobro informiran komitent se bo zavedal, da je ena sama banka usposobljena in organizirana tako, da lahko izpolni vse njegove potrebe po bančnih in finančnih storitvah, tako osebne kot poslovne. Medtem ko takšna stranka ve, da se storitve tovrstne banke razlikujejo tudi po kvaliteti, se slabše informirana tega ne zaveda. V primeru, ko ima banka slab ugled na področju

nekaterih svojih storitev, lahko to neupravičeno meče slabo luč tudi na storitev upravljanja premoženja in nasprotno.

5. BANKA KOT UPRAVITELJ FINANČNEGA PREMOŽENJA V SLOVENIJI

5.1 POOBLAŠČEN UDELEŽENEC TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Ključna zakona, ki urejata poslovanje z vrednostnimi papirji v bančnem okolju sta Zakon o bančništvu⁴ ter Zakon o trgu vrednostnih papirjev⁵. Prvi določa, da lahko banke poleg bančnih storitev opravljajo tudi druge finančne storitve, to so storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, po zakonu, ki ureja trg vrednostnih papirjev (Zakon o bančništvu, 1999). Drugi pa bolj natančno opredeljuje, da banke, kot pooblaščen udeleženci trga vrednostnih papirjev, lahko opravljajo posle z vrednostnimi papirji, pri čemer za njih veljajo nekatera posebna določila in omejitve (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999).

Banka je lahko lastnik le ene borzno posredniške družbe in ima lahko v lasti največ 5 odstotkov deležev drugih borzno posredniških družb. Če je banka organizirana kot bančna skupina, lahko posle z vrednostnimi papirji opravlja le ena banka ali ena borzno posredniška družba v skupini. Za aktivno sodelovanje pri trgovanju na trgu vrednostnih papirjev mora banka dobiti pozitivno mnenje za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji. Tovrstno mnenje izda Agencija za trg vrednostnih papirjev takrat, ko banka izpolnjuje vse organizacijske, kadrovske in tehnične pogoje, določene z ustreznimi podzakonskimi akti. Pred samim začetkom opravljanja poslov mora banka dobiti tudi ustrezno dovoljenje Banke Slovenije (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999).

Večina pogojev, ki jih mora banka izpolnjevati za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, je enaka tistim, ki jih morajo izpolnjevati tudi borzno posredniške družbe. Dodatno pa mora banka izpolnjevati še naslednje specifične pogoje:

- Poslovanje z vrednostnimi papirji mora biti znotraj banke organizirano tako, da je v celoti ločeno od ostalega poslovanja banke. To pomeni, da je tovrstno področje poslovanja organizirano v enem ali več posebnih oddelkih, ki se ukvarjajo izključno s posli z vrednostnimi papirji.
- Oddelek za poslovanje z vrednostnimi papirji mora voditi ločeno knjigovodstvo, ki mora biti od knjigovodstva ostalih organizacijskih enot tudi prostorsko razmejeno.
- Kljub strogi ločenosti poslov z vrednostnimi papirji od ostalih dejavnosti lahko banka sprejema naročila investitorjev za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev tudi zunaj za

⁴ Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99, 59/01).

⁵ Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).

to določenega posebnega oddelka, vendar na teh mestih nikakor ne sme opravljati poslov investicijskega bančništva, kar mora biti v prostoru tudi jasno označeno in navedeno.

- Zaposleni, ki opravljajo naloge, povezane s poslovanjem na trgu vrednostnih papirjev, ne smejo hkrati opravljati takšnih nalog v drugih enotah banke, kjer bi lahko uporabljali informacije, pridobljene pri delu v oddelku za poslovanje z vrednostnimi papirji.

Storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, ki jih lahko opravlja banka, zakon razvršča v štiri skupine (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999):

1. **Borzno posredovanje**, kar pomeni nakup ali prodajo vrednostnih papirjev po nalogu in za račun stranke.
2. **Gospodarjenje z vrednostnimi papirji** po nalogu in za račun posamezne stranke.⁶
3. **Posebne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji**, kot sta na primer izvedba prvih prodaj in uvedba vrednostnih papirjev v trgovanje.
4. **Pomožne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji**, kot so investicijsko svetovanje, vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev, hramba vrednostnih papirjev in storitve v zvezi s prevzemi.

Poleg naštetih je smiselno omeniti še trgovanje z vrednostnimi papirji za hišni račun banke, pri čemer banka kupuje in prodaja vrednostne papirje za svoj račun z namenom pridobivanja dobička. Trgovanje za hišni račun je za banko instrument likvidnosti in hkrati pomemben vir dohodka. Za tovrstno trgovanje mora banka voditi poseben (hišni) račun pri Klirinško-depotni družbi, na katerega ne sme preknjižiti vrednostnih papirjev, katerih imetniki so stranke, oziroma tistih, ki jih je pridobila za račun stranke.

5.2 UPRAVLJANJE FINANČNEGA PREMOŽENJA

Upravljanje finančnega premoženja komitentov pomeni, da banka in stranka (komitent) skleneta pogodbo o gospodarjenju z vrednostnimi papirji. Z njo se banka zaveže, da bo v skladu z naložbeno politiko, določeno v pogodbi, za račun stranke nalagala denarna sredstva stranke v vrednostne papirje z namenom razpršitve tveganja, stranka pa se zaveže plačati provizijo. Pogodba o gospodarjenju z vrednostnimi papirji mora biti sklenjena v pisni obliki in mora določati (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999):

- znesek denarnih sredstev, ki ga stranka izroča v upravljanje na podlagi pogodbe,
- naložbeno politiko ter
- višino provizije in način izračuna osnove za provizijo.

⁶ Namesto zakonsko določenega poimenovanja »gospodarjenje z vrednostnimi papirji«, bom v nadaljevanju, kot dosedaj, razen v primeru naziva pogodbe, uporabljal pojem upravljanje finančnega premoženja.

5.2.1 ZNESEK DENARNIH SREDSTEV, KI GA STRANKA IZROČA V UPRAVLJANJE NA PODLAGI POGODBE

Določa začetno vrednost premoženja v upravljanju. Stranka se zaveže, da bo v pogodbi opredeljena denarna sredstva nakazala na poseben račun (odprt pri banki oziroma organizaciji, ki opravlja plačilni promet), prek katerega banka vodi denarna sredstva strank ter sprejema plačila in opravlja izplačila iz poslov, ki jih je sklenila za račun strank. Banka prek omenjenega računa ne sme sprejemati vplačil in opravljati izplačil, ki jih je sklenila za svoj (hišni) račun, prav tako ne sme uporabljati denarnih sredstev strank niti za svoj račun niti za račun drugih strank. Večina bank oziroma upraviteljev določi minimalni znesek denarnih sredstev, ki je potreben za pristop k upravljanju. Če stranka ob sklenitvi pogodbe o gospodarjenju izroči banki poleg ali namesto denarnih sredstev vrednostne papirje, mora pogodba v posebni prilogi vsebovati tudi seznam teh vrednostnih papirjev z navedbo njihove oznake in količine (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999).

5.2.2 NALOŽBENA POLITIKA

Pogodbeni stranki določita naložbeno politiko tako, da opredelita (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999):

1. **Vrste vrednostnih papirjev.** Banka sme denarna sredstva naložiti v tržne vrednostne papirje pa tudi v netržne vrednostne papirje, če se pogodbeni stranki za takšne naložbe izrecno dogovorita ter določita največji delež. Banka lahko denarna sredstva stranke v svojem imenu in za račun stranke naloži kot bančne denarne depozite, če zaradi trenutnega stanja na trgu vrednostnih papirjev ni mogoče denarnih sredstev stranke v celoti naložiti v vrednostne papirje v skladu z naložbeno politiko, določeno v pogodbi.
2. **Lastnosti izdajateljev vrednostnih papirjev.** Stranka lahko določi specifične lastnosti izdajateljev vrednostnih papirjev, ki si jih želi vključiti v svoje premoženje.
3. **Največji dopustni delež naložb v posamezne vrste vrednostnih papirjev.** Pogodbeni stranki določita deleže posameznih vrst vrednostnih papirjev in možna odstopanja od dogovorjene naložbene politike glede na tekoča tržna gibanja. Določita tudi največji dopustni delež naložb v vrednostne papirje posameznega izdajatelja in z njim povezanih oseb. Kadar denarna sredstva presegajo 10 odstotkov vrednosti vseh strankinih naložb, mora banka pred deponiranjem denarnih sredstev dobiti strankino pisno soglasje za takšno naložbo.
4. **Druge okoliščine, ki so pomembne za določitev stopnje tveganosti naložb.**

Večina bank oziroma upraviteljev premoženja ponuja strankam standardizirane vrste premoženja, najpogosteje v naslednjih oblikah:

- **konzervativno premoženje**, pri katerem je najmanj 75 odstotkov premoženja naloženega v obveznice in za katerega je značilna nizka tveganost;

- **srednje tvegano premoženje**, pri katerem je v obveznice naloženih vsaj 50 odstotkov premoženja;
- **tvegano premoženje**, ki pomeni 100-odstotno naložbo v delnice in s tem praviloma višjo donosnost.

5.2.3 VIŠINA PROVIZIJE IN NAČIN IZRAČUNA OSNOVE ZA PROVIZIJO

Za opravljanje storitve upravljanja finančnega premoženja obračuna banka stranki (komitent) provizijo v višini, ki je dogovorjena v pogodbi. Poleg višine je v pogodbi smiselno natančno opredeliti tudi naslednje elemente provizije:

- **osnovo za obračun**, za katero najpogosteje služi višina vplačane začetne vrednosti premoženja ali pa časovno tehtana povprečna vrednost premoženja;
- **obračunsko obdobje**, s katerim se določi obdobje gospodarjenja, za katero se obračuna provizija, in obdobje za ugotavljanje povprečne vrednosti premoženja v primeru, ko se osnova za obračun določa na tovrsten način;
- **način plačila**, kjer se določi, ali se provizija poplača v breme stranke iz njenega premoženja ali pa iz sredstev stranke, ki niso del premoženja v upravljanju, pri čemer se stranki izstavi ustrezen plačilni nalog.

5.2.4 DRUGE DOLOČBE

Poleg določb, ki jih navaja Zakon o trgu vrednostnih papirjev, je za pogodbeni stranki smiselno, da se dogovorita še o naslednjih elementih upravljanja s premoženjem.

Delitev dobička. V nekaterih primerih se banka in stranka, komplementarno plačilu provizije, dogovorita tudi za delitev dobička, ustvarjenega z upravljanjem finančnega premoženja. Če se pogodbeni stranki za to dogovorita, morajo biti natančno opredeljeni način izračuna doseženega dobička, časovno obdobje, za katero se ugotavlja dobiček in okoliščine, v katerih je banka dejansko upravičena do dela dobička kot nadomestila za upravljanje.

Plačilo transakcijskih stroškov. Za plačilo stroškov, nastalih ob sklenjenih transakcijah z vrednostnimi papirji – tukaj gre prvenstveno za provizijo borze in Klirinško depotne družbe – najpogosteje poskrbi banka oziroma upravitelj, ki tovrstne stroške krije iz naslova pridobljene upravljalne provizije, delitve dobička ali znižanja sredstev v upravljanju. Le redkeje morajo omenjene stroške ex-post eksplicitno kriti stranke same.

Obdobje upravljanja. Pogodbo o gospodarjenju z vrednostnimi papirji lahko pogodbeni stranki skleneta za nedoločen ali določen čas. Banka oziroma upravitelj pogosto določi dolžino odpovednega roka in minimalno časovno obdobje upravljanja premoženja. Če

stranka predčasno prekine upravljanje, ji lahko banka ali upravitelj obračunata ustrezno izstopno provizijo.

Dodatna vplačila in vmesna izplačila. Banka in stranka se lahko dogovorita za možnost dodatnih vplačil stranke na račun upravljanja oziroma vmesnih izplačil dela sredstev, ki so predmet upravljanja. V prvem primeru se poveča, v drugem pa zmanjša začetna vrednost premoženja, pogodbeni odnos pa se dopolni z aneksom k osnovni pogodbi o gospodarjenju.

Reinvestiranje donosov in kontakt z izdajatelji. Pogodbeni stranki se lahko dogovorita tudi o reinvestiranju vseh realiziranih donosov iz vrednostnih papirjev. Na podlagi strankinega pooblastila za reinvestiranje vzpostavi banka stik z izdajatelji vrednostnih papirjev ali njihovimi pooblaščenimi izplačevalci, ki realizirane donose nakažejo na komisijski račun upravljanja, od koder upravitelji sredstva ponovno investirajo v vrednostne papirje. Tako se stranke, ki sredstev iz realiziranih donosov ne potrebujejo nujno in takoj, izognejo dodatnemu stiku z izdajateljem ter morebitnim dodatnim vplačilom sredstev v premoženje. Če stranka ne želi reinvestirati donosov, jih banka nakaže na njen denarni račun.

Poročilo o stanju naložb in obračun poslov. Zakon določa, da mora banka stranki, za katero opravlja storitve upravljanja finančnega premoženja, najmanj enkrat na tri mesece, po stanju na zadnji dan v mesecu trimesečja, poslati poročilo o stanju naložb stranke z obračunom poslov, pri čemer se banka in stranka lahko dogovorita tudi za krajša obdobja poročanja (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999).

Vodenje računa nematerializiranih vrednostnih papirjev. Pogodba, ki jo skleneta banka in stranka, je po svoji naravi najpogosteje zložena pogodba. To ne pomeni, da gre za poseben tip pogodbe, temveč za pogodbo, ki vsebuje vse ali nekatere elemente dveh ali več osnovnih pogodb (Mramor, 2000, str. 135). V konkretnem primeru lahko združuje elemente pogodbe o gospodarjenju z vrednostnimi papirji, elemente pogodbe o vodenju računa nematerializiranih vrednostnih papirjev in posredno ali neposredno elemente pogodbe o vodenju denarnega računa. Banka se torej v tovrstni pogodbi, med drugim, zaveže stranki pri Klirinško-depotni družbi odpreti račun gospodarjenja in na njem voditi stanja vrednostnih papirjev, v katere bo nalagala strankina denarna sredstva v skladu z dogovorjeno naložbeno politiko in z namenom razpršitve tveganja.

5.3 TVEGANJA IN SISTEM JAMSTVA

Stranka oziroma komitent, ki svoje finančno premoženje zaupa v upravljanje, se izpostavlja tveganju, ki izhaja iz temeljnih lastnosti naložb v vrednostne papirje. Podobno kot drugi investitorji trga vrednostnih papirjev mora sprejeti možnost, da lahko zaradi

neugodnih tržnih gibanj ali drugih razlogov pri končni prodaji posameznega vrednostnega papirja iztrži nižjo ceno, kot jo je zanj plačal ob nakupu. Gibanje tržnih cen vrednostnih papirjev je odvisno od poslovanja in bonitete izdajateljev vrednostnih papirjev, razmer na domačih in tujih trgih denarja in kapitala, gibanja tržnih obrestnih mer ter drugih pomembnih dejavnikov.

Osnovno tveganje, ki mu je izpostavljen vsak kupec vrednostnega papirja, je kreditno tveganje, kar pomeni, da izdajatelj ne bo mogel izpolniti svojih obveznosti, ki izhajajo iz vrednostnega papirja. Ostala tveganja izhajajo iz razmer na trgu: likvidnostno tveganje, tveganje sprememb obrestnih mer, tveganje reinvestiranja in valutno tveganje. Likvidnostno tveganje lahko pomeni, da v določeni situaciji investitor ne more prodati vrednostnega papirja ali pa ga lahko proda le po nižji ceni. Sprememba splošne ravni obrestnih mer vpliva na ceno vseh vrednostnih papirjev, še posebej pa na dolžniške vrednostne papirje, ki so prav tako bolj občutljivi za tveganje reinvestiranja izplačanih kuponov pred zapadlostjo vrednostnega papirja ter za gibanje tečajev valut na deviznih trgih. Na spremembe tržnih razmer pa lahko močno vplivajo tudi spremembe zakonodaje, še posebej na področju urejanja trgov denarja in kapitala, na področju mednarodnega poslovanja in mednarodnega pretoka kapitala ter na področju urejanja davkov.

Tveganje solventnosti je končni rezultat razpoložljivega kapitala in vseh vrst tveganj: kreditnega, likvidnostnega, tržnega in operativnega. Za borzno posredniško družbo oziroma banko tveganje solventnosti pomeni nesposobnost pokrivanja izgube z razpoložljivim kapitalom. To pomeni, da celotni razpoložljivi kapital ne zadostuje za pokritje obveznosti do strank. Ta vrsta tveganja je ključnega pomena za regulativo, zato v Sloveniji Agencija za trg vrednostnih papirjev predpisuje zagotavljanje kapitalske ustreznosti, s katero se omejuje oziroma prepreči morebitno skrajno plačilno nesposobnost oziroma nesolventnost. Določbe zakona o trgu vrednostnih papirjev, ki se nanašajo na obvladovanje tveganj, natančneje določajo Sklep o kapitalski ustreznosti borzno posredniške družbe⁷, Sklep o načinu izračuna količnikov likvidnosti sredstev in najmanjšem obsegu likvidnosti⁸, Sklep o izračunu izpostavljenosti borzno posredniške družbe⁹ ter Sklep o najmanjšem obsegu izračuna in načinu izračuna posebnih rezervacij borzno posredniške družbe¹⁰.

Po Zakonu o bančništvu in drugih podzakonskih aktih so ob stečaju banke zajamčene samo vloge oziroma skupno stanje terjatev iz naslova pogodb o vodenju tekočega, žiro ali transakcijskega računa, hranilne vloge, denarni depoziti ter potrdila o depozitih oziroma blagajniških zapiskih, če so izdana kot imenski vrednostni papirji (Zakon o bančništvu,

⁷ Sklep o kapitalski ustreznosti borzno posredniške družbe (Uradni list RS, št. 6/00).

⁸ Sklep o načinu izračuna količnikov likvidnosti sredstev in najmanjšem obsegu likvidnosti, ki jo mora zagotavljati borzno posredniška družba (Uradni list RS, št. 6/00).

⁹ Sklep o izračunu izpostavljenosti borzno posredniške družbe (Uradni list RS, št. 6/00).

¹⁰ Sklep o najmanjšem obsegu izračuna in načinu izračuna posebnih rezervacij borzno posredniške družbe (Uradni list RS, št. 6/00).

1999). Po tem zakonu je zajamčeno stanje vloge do višine 5,1 milijona tolarjev na dan začetka stečajnega postopka nad banko (Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o bančništvu, 2003). Ker upravljanje finančnega premoženja zadeva posle v zvezi z vrednostnimi papirji, zanj velja poseben sistem jamstva za terjatve vlagateljev v vrednostne papirje, ki ga vzpostavljata Zakon o trgu vrednostnih papirjev in Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borzno posredniških družbah.¹¹

Od 1. januarja 2002 tako borzno posredniške družbe s sedežem v Republiki Sloveniji in banke, ki so dobile dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, jamčijo za izplačilo zajamčenih terjatev pri borzno posredniški družbi oziroma banki, nad katero je bil začet stečajni postopek. Zajamčena terjatev je stanje denarnih terjatev posamezne fizične ali pravne osebe do borzno posredniške družbe oziroma banke na dan začetka stečajnega postopka. V zajamčeno terjatev se všttevajo skupna stanja vseh denarnih terjatev na podlagi (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999):

- pogodbe o borznem posredovanju,
- pogodbe o vodenju računov nematerializiranih vrednostnih papirjev,
- pogodbe o hrambi vrednostnih papirjev, izdanih kot pisnih listin,
- pogodbe o gospodarjenju z vrednostnimi papirji.

Zajamčena terjatev vlagatelja je stanje terjatev vlagatelja do višine 3,7 milijona tolarjev na dan začetka stečaja nad borzno posredniško družbo oziroma banko (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999). Novela Zakona o trgu vrednostnih papirjev, ki naj bi bila po pričakovanjih sprejeta v prvi polovici leta 2004, prevede povišanje zajamčenih terjatev vlagatelja na 5,1 milijona tolarjev na dan začetka stečajnega postopka.

Vrste terjatev, ki so vključene v zajamčeno terjatev iz naslova gospodarjenja z vrednostnimi papirji, natančneje določa Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borzno posredniških družbah. Te so:

- denarne terjatve iz naslova gospodarjenja z vrednostnimi papirji,
- terjatve na izročitev vrednostnih papirjev iz naslova gospodarjenja z vrednostnimi papirji (preračunane v denarno terjatev),
- terjatve na izplačilo razlike med zajamčenim in dejansko doseženim donosom, če pogodba o gospodarjenju z vrednostnimi papirji tako določa in zajamčeni donos na dan ugotavljanja stanja zajamčenih terjatev ni bil dosežen.

V izračun zajamčenih terjatev se ne upoštevajo terjatve vlagateljev do borzno posredniške družbe oziroma banke, ki so predmet izločitvene pravice vlagateljev v skladu s pravili, ki urejajo stečajni postopek. Poleg tega niso zajamčene tudi naslednje terjatve (Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borzno posredniških družbah, 2001):

¹¹ Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borzno posredniških družbah (Uradni list RS, št. 56/01).

- terjatve drugih borzno posredniških družb, bank in finančnih organizacij po Zakonu o bančništvu, iz poslov v imenu in za račun teh oseb,
- terjatve v zvezi s posli, zaradi katerih je bil imetnik terjatve pravnomočno obsojen za kaznivo dejanje pranja denarja,
- terjatve držav, centralnih bank in lokalnih skupnosti,
- terjatve članov uprave in nadzornega sveta borzno posredniške družbe oziroma banke ter njihovih ožjih družinskih članov,
- terjatve delničarjev borzno posredniške družbe oziroma banke, ki so v kapitalu ali pri glasovanju posredno ali neposredno udeleženi z najmanj 5%,
- terjatve pravnih oseb, ki so od borzno posredniške družbe oziroma banke odvisne družbe,
- terjatve članov uprave in nadzornega sveta oseb iz 5. in 6. alinee ter njihovih ožjih družinskih članov,
- terjatve, ki se glede na svoje lastnosti upoštevajo pri izračunu kapitala borzno posredniške družbe oziroma banke v skladu s 114. členom Zakona o trgu vrednostnih papirjev,
- terjatve pravnih oseb, ki so velike oziroma srednje družbe po zakonu o gospodarskih družbah.

Zaradi zagotavljanja likvidnih sredstev, potrebnih za izplačilo zajamčenih terjatev vlagateljev, mora borzno posredniška družba oziroma banka v skladu z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev, v vrednostne papirje Republike Slovenije ali Banke Slovenije naložiti sredstva v višini povprečnega dvodnevne prometa člana borze z največjim skupnim prometom na organiziranem trgu v preteklem koledarskem letu, pomnoženega z deležem v celotnem prometu na organiziranem trgu, ki ga je v preteklem koledarskem letu dosegla posamezna borzno posredniška družba oziroma banka (Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borzno posredniških družbah, 2001). Borzno posredniška družba oziroma banka je prav tako obvezana oblikovati rezervacije za tveganja glede na posebna tveganja iz naslova posameznih poslov z vrednostnimi papirji. V to skupino se štejejo tudi rezervacije, ki so oblikovane glede na posebno tveganje neizterljivosti terjatev iz naslova jamstva za terjatve vlagateljev v primeru stečaja borzno posredniške družbe oziroma banke (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999).

6. DAVČNI VIDIK

Davčno okolje je nedvomno zelo pomemben dejavnik, ki ga morajo investitorji in upravitelji upoštevati pri izbiri oblik naganja sredstev. Davčne obremenitve namreč bistveno vplivajo na zahtevano stopnjo donosnosti posameznih oblik finančnih instrumentov. Za potrebe analize davčne ureditve na področju poslovanja z vrednostnimi papirji sta poleg Zakona o davčnem postopku ter številnih drugih podzakonskih aktov

pomembna predvsem Zakon o dohodnini¹² in Zakon o davku od dobička pravnih oseb¹³. Ločeno obravnavam obdavčitev fizičnih in pravnih oseb po obliki dohodka, ki so jo deležne od vrednostnih papirjev.

6.1 OBDAVČITEV FIZIČNIH OSEB

a) Obdavčitev kapitalskih dobičkov. Investitor plača davek na kapitalski dobiček, če delnice proda prej kot v treh letih od dneva njihovega nakupa po ceni, ki presega njihovo revalorizirano nakupno ceno. Dobiček dosežen s prvo prodajo delnic, pridobljenih v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij, se ne všteje v osnovo davka od dobička kapitala.¹⁴ Investitor na kapitalske dobičke plača akontacijo davka v višini 30 odstotkov, vendar je dejanska višina davčne stopnje odvisna od investitorjeve individualne mejne davčne stopnje. V primeru negativne razlike med prodajno in nakupno ceno se v letu, ko se odmeri dohodnina, zmanjša pozitivna osnova za davek od dobička iz kapitala, vendar največ za toliko, kot znaša pozitivna davčna osnova. Kapitalski dobiček iz naslova obveznic je obdavčen po enakih načelih kot delnice. Sredstva, vložena v nakup vrednostnih papirjev Republike Slovenije, z vračilnim rokom daljšim od enega leta, lahko fizična oseba uporabi kot znižanje osnove za dohodnino (Zakon o dohodnini, 1993).

b) Obdavčitev dividend in obresti. Dividende so obdavčene kot dohodek iz premoženja, kar pomeni, da osnovo za dohodnino tvori bruto znesek dividende, zmanjšan za 40 odstotkov. Ko posamezno podjetje izplača dividendo, od bruto zneska že takoj odšteje akontacijo v višini 25 odstotkov, dejanska obdavčitev investitorja pa je odvisna od njegove individualne mejne davčne stopnje. Obresti dolžniških vrednostnih papirjev, t.j. obveznic, niso obdavčene (Zakon o dohodnini, 1993).

6.2 OBDAVČITEV PRAVNIH OSEB

a) Obdavčitev kapitalskih dobičkov. Realizirani kapitalski dobiček po računovodskih standardih v celoti sestavlja prihodek iz financiranja. Kapitalski dobiček iz naslova delnic in obveznic se tako vključuje v davčno osnovo pravnih oseb. Davčna stopnja je enaka stopnji obdavčitve njihovega dobička. Zakon ne priznava nerealiziranih kapitalskih izgub, ki so prikazane kot popravek vrednosti (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 1993).

b) Obdavčitev dividend in obresti. Prejete obresti poleg kapitalskih dobičkov sestavljajo prihodke iz financiranja in se tako vključujejo v davčno osnovo pravnih oseb. Dividende pa so deležne posebne obravnave zaradi problema dvojnega obdavčenja. Če je izplačevalec

¹² Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 71/93, 2/94, 7/95, 44/96).

¹³ Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/93, 20/95, 18/96, 34/96).

¹⁴ Fizična oseba mora prodajo vseeno napovedati v napovedi za odmero dohodnine.

dividende obračunal in plačal davek od dobička 25 odstotkov, se prejete dividende ne vključijo v davčno osnovo pravne osebe. V tem primeru ob izplačilu dividend tudi ni potrebno plačati posebne akontacije, ki sicer znaša 25 odstotkov (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 1993).

6.3 POMEN DAVKOV ZA UPRAVLJANJE PREMOŽENJA

Obdavčitev kapitalskih dobičkov je v Sloveniji visoka, saj davčna stopnja lahko dokaj hitro doseže 50 odstotkov. Obdobje treh let, po katerem kapitalski dobički niso več obdavčeni, predstavlja nekakšno ločnico med špekulativnimi transakcijami in dolgoročnim investiranjem. Iz vidika splošno sprejete, računovodske pojmovane meje med dolgim in kratkim rokom, je omenjeno obdobje treh let (pre)dolgo.

Zaradi specifičnosti slovenskega davčnega okolja se bo večina fizičnih oseb za upravljanje premoženja in s tem investiranje v vrednostne papirje odločila v primeru, ko bodo vrednostne papirje v svojem premoženju, z razmeroma visoko verjetnostjo, zmožni držati vsaj tri leta. V nasprotnem primeru je zanje ustrežnejše, da prihranke razporedijo v bančne vloge. Glede na to, da so delnice izrazito dolgoročna finančna naložba za doseganje finančnih ciljev z ročnostjo več kot tri leta, visoka obdavčitev kapitalskih dobičkov ne bi smela biti ovira, da po delnicah ne bi posegale tudi fizične osebe. V zadnjem času velikokrat omenjena sprememba davčne zakonodaje vrednostnih papirjev, s skrajšanjem obdobja na eno leto, bi nedvomno imela spodbujevalne učinke na naložbe v vrednostne papirje, s tem tudi na upravljanje premoženja in trg kapitala kot celoto.

Na odločitev investitorjev o naložbah v vrednostne papirje poleg višine obdavčitve pomembno vpliva tudi zapleten, nejasen in pomanjkljiv postopek obdavčenja. Individualni investitor je namreč primoran pravilno izpolniti Obrazec napovedi za odmero davka in popisne liste vrednostnih papirjev, kar je v številnih primerih zapleteno ter težavno opravilo, ki zahteva določena znanja. Na tem mestu lahko investitorjeva odločitev za storitev upravljanja premoženja pomembno olajša ter poceni postopek in naložbeni proces kot celoto, saj mu upravitelj omogoča:

- **Natančen in hiter izračun kapitalskih dobičkov iz dolžniških vrednostnih papirjev.** Izračun kapitalskih dobičkov iz dolžniških vrednostnih papirjev je, zaradi številnih možnih oblik in amortizacijskih načrtov, izredno zapleteno in dolgotrajno opravilo.¹⁵ Kapitalski dobiček je mogoče teoretično doseči tako s prodajo kot z unovčitvijo in je lahko rezultat revalorizacijskih klavzul ali realnih kategorij (Mramor,

¹⁵ Poznamo štiri glavne oblike dolžniških vrednostnih papirjev (Mramor, 2000, str. 458):

- sprotno izplačilo obresti, izplačilo glavnice na koncu, hkrati z zadnjim kuponom,
- anuitetno izplačilo (več enakih anuitet, sestavljenih iz glavnice in obresti v različnem razmerju),
- obročno izplačilo (enaki obroki glavnice, z vsakokratnimi pripadajočimi obrestmi),
- brezkuponski vrednostni papirji (prodaja z diskontom, izplačilo vsega ob zapadlosti, v nominalnem znesku).

str. 455). Upravitelj ima pri izračunu na voljo napredne programske aplikacije ter obširno znanje in izkušnje.

- **Natančen in hiter izračun kapitalskih dobičkov iz lastniških vrednostnih papirjev.** Izračun kapitalskih dobičkov iz lastniških vrednostnih papirjev je v nekaterih primerih, kot je na primer zamenjava kapitala, težaven. Zamenjava kapitala se v najširšem smislu zgodi takrat, ko imetnik prejme nov vrednostni papir v zameno za starega.¹⁶ Ker se to lahko zgodi iz najrazličnejših razlogov, zamenjave ni vedno mogoče šteti za prodajo in nakup, saj bi to pomenilo obračun davka, hkrati pa bi se po nepotrebem prekinilo štetje triletnega obdobja, po katerem kapitalski dobički niso več obdavčeni. Upravitelj ima pri izračunu na voljo izdana obvestila izdajateljev, borze in/ali Klirinško depotne družbe.
- **Pravilen obračun zaloge vrednostnih papirjev.** Ker se najpogosteje dogaja, da se vrednostne papirje iz več nakupnih poslov proda z enim prodajnim poslom ali nasprotno, obrazec napovedi za odmero davka od kapitalskega dobička in še posebej popisni listi vrednostnih papirjev individualnemu investitorju ne omogočajo preprostega in preglednega vodenja zalog. V primeru, ko investitor oblikuje več ločenih zalog vrednostnih papirjev (poleg upravljanja npr. še pri drugem borznem posredniku), je primerna rešitev ločena uporaba metode FIFO (first in first out) za posamezna premoženja vrednostnih papirjev, ki so razvidna iz posebnih računov pri Klirinško depotni družbi.

7. UVELJAVLJENOST UPRAVLJANJA FINANČNEGA PREMOŽENJA V SLOVENIJI

Najbolj razširjena oblika varčevanja v Sloveniji so, in bodo vsaj še nekaj časa tudi ostale, naložbe v obliki bančnih denarnih depozitov.¹⁷ Vzrokov za takšno stanje je več. Najpomembnejši je zagotovo dokaj nizka raven poznavanja številnih alternativnih naložbenih možnosti in (pretirana) konservativnost povprečnega slovenskega varčevalca oziroma investitorja. Slovenski kapitalski trg je, vsaj s stališča razvitih tujih, brez daljše tradicije, slabše učinkovit in predvsem omejen v svojem obsegu. Banke kot denarni finančni posredniki na drugi strani so v našem prostoru in zavesti varčevalcev prisotne že

¹⁶ Tipični primeri zamenjave vrednostnih papirjev so (Mramor, 2000, str. 456):

- plačilo kupljenih vrednostnih papirjev z nadomestnimi,
- povečanje nominalne vrednosti delnice zaradi delitve delnice (stock split),
- znižanje nominalne vrednosti delnice zaradi znižanja osnovnega kapitala, pri čemer pride do izplačila razlike v denarju ali nadomestnih vrednostnih papirjih,
- znižanje nominalne vrednosti delnice zaradi znižanja osnovnega kapitala, pri čemer ne pride do izplačila razlike (zaradi odpisa izgube),
- sprememba razreda delnic (na primer zamenjava prednostnih za redne delnice),
- pripojitve in spojitve družb,
- konverzija zamenljivih vrednostnih papirjev,
- povečanje osnovnega kapitala s stvarnim vložkom – drugim vrednostnim papirjem (običajno konverzija terjatve v lastniški delež).

¹⁷ Na tem mestu ne upoštevam drugih oblik, kot so na primer nepremičnine in življenska zavarovanja.

dlje časa, med varčevalci pa uživajo visoko stopnjo ugleda in zaupanja. Močan vpliv na odločitve o naložbah v vrednostne papirje in s tem trg vrednostnih papirjev kot celoto ima tudi davčno okolje. Davčna politika, ki ne obdavčuje obresti bančnih depozitov, visoko pa obdavčuje dividende ter kapitalske dobičke, dejansko privilegira bančni sistem in odvrča ekonomske subjekte od trga kapitala.

Čeprav je povprečen slovenski investitor še vedno dokaj konservativen in kar najbolj ceni varnost svoje naložbe, je v zadnjih letih nedvomno postal bolj razgledan, informiran in zahteven. Naložbe na trgu vrednostnih papirjev mu danes pomenijo vse bolj zanimivo in donosno alternativno klasičnim načinom varčevanja, tudi in predvsem zaradi naslednjih razlogov:

- vztrajno zniževanje obrestnih mer,
- visoke cene drugih naložbenih oblik (predvsem nepremičnin),
- zaključen proces lastninjenja in selitev sredstev na borzo prek skladov, zavarovalnic in naložb posameznikov,
- dobro poslovanje in potencialni prevzemi podjetij, ki kotirajo na borzi,
- zgodovinsko nizki tečajji na tujih borzah,
- vstop v Evropsko unijo in de facto odprtje trga kapitala ter
- načrtovana skrajšanje roka za prijavo kapitalskih dobičkov in obdavčitev obresti.

Na slovenskem finančnem trgu je konec leta 2002 delovalo 20 bank, od katerih je imela polovica status pooblaščenega udeleženca trga kapitala (Finančni trgi – september 2003, 2003, str. 3). Banke s statusom pooblaščenega udeleženca trga kapitala lahko opravljajo storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, kot jih določa Zakon o trgu vrednostnih papirjev, in ki so podrobneje opisane v poglavju 5.1. Za potrebe analize uveljavljenosti storitve se bom osredotočil na dejavnosti upravljanja, posredovanja ter lastnih naložb v vrednostne papirje.

Tabela 2: Struktura poslov pooblaščenih udeležencev trga vrednostnih papirjev v obdobju 2000-2003 (v mrd SIT in v %)

	2000			2001			2002			2003*		
	Banke	BPD	Skupaj	Banke	BPD	Skupaj	Banke	BPD	Skupaj	Banke	BPD	Skupaj
Lastne naložbe	219,20	11,72	230,47	292,82	10,29	303,11	345,39	11,34	356,73	347,32	12,74	360,06
	95,1	4,9	100,0	96,6	3,4	100,0	96,8	3,2	100,0	96,5	3,5	100,0
Upravljanje	7,42	13,73	21,15	7,38	10,84	18,22	17,31	17,20	34,50	18,84	15,12	33,96
	35,1	64,9	100,0	40,5	59,5	100,0	50,2	49,8	100,0	55,5	44,5	100,0
Posredovanje	189,21	383,12	572,33	308,66	441,22	749,88	576,91	638,66	1.215,57	610,45	628,30	1.238,75
	33,1	66,9	100,0	41,2	58,8	100,0	47,5	52,5	100,0	49,3	50,7	100,0
Skupaj	415,95	408,19	824,15	608,86	462,35	1.071,22	939,61	667,20	1.606,81	976,61	656,15	1.632,76
	50,5	49,5	100,0	56,8	100,0	100,0	58,5	41,5	100,0	59,8	40,2	100,0

*stanje na 30.6.2003

Vir: Finančni trgi – september 2003, Banka Slovenije, 2003, str. 13.

Vrednost poslov upravljanja finančnega premoženja je konec junija 2003 znašala le približno 2 odstotka skupne vrednosti vseh naložb pooblaščenih udeležencev trga

vrednostnih papirjev, kar pomeni, da je upravljanje finančnega premoženja, v primerjavi s posli posredovanja in lastnimi naložbami pooblaščenih udeležencev, najmanj razširjeno (tabela 2). Po zadnjih dosegljivih podatkih znaša skupna vrednost naložb vseh pooblaščenih udeležencev iz naslova upravljanja finančnega premoženja za 1.959 strank 34 milijard tolarjev. Od tega banke, kot pooblaščenke trga vrednostnih papirjev, upravljajo premoženje 1.068 komitentov, v skupni vrednosti slabih 19 milijard tolarjev. Tabela 3 prikazuje rast vrednosti naložb upravljanja in števila komitentov bank, ki imajo premoženje v individualnem upravljanju.

Tabela 3: Vrednost naložb in število strank na upravljanju v obdobju 2000-2003

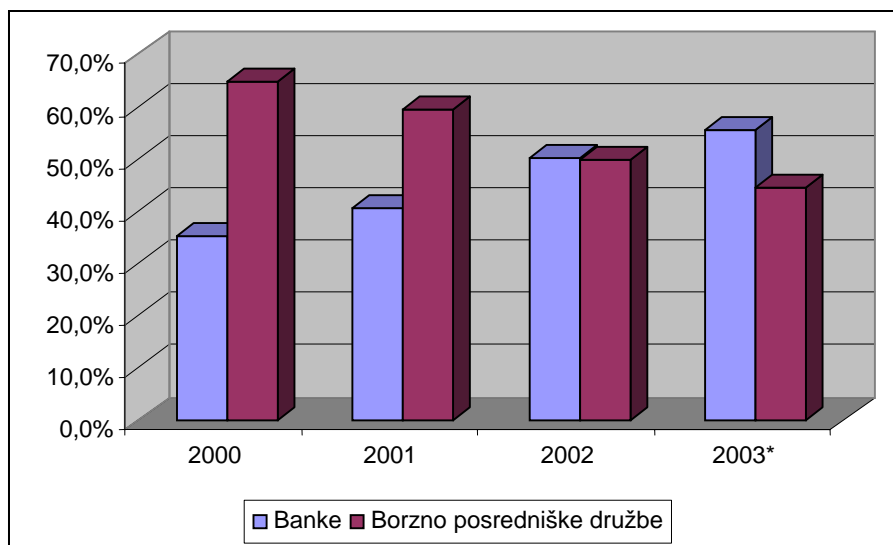
Leto	Vsi pooblašчени udeleženci trga vrednostnih papirjev		Banke kot pooblaščenke trga vrednostnih papirjev	
	mrd SIT	št. strank	mrd SIT	št. strank
2000	21,1	1.098	7,42	415
2001	18,2	975	7,38	413
2002	34,5	1.940	17,31	1.038
2003*	34,0	1.959	18,84	1.068

* stanje na 30.6.2003

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002, Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003, str. 26 in Finančni trgi – september 2003, Banka Slovenije, 2003, str. 14.

Ker se s posli upravljanja finančnega premoženja ukvarjajo tako pooblaščenke banke, kot borzno posredniške družbe, je zanimiva primerjava deležev obeh udeležencev v skupni vrednosti poslov upravljanja finančnega premoženja. Slika 5 prikazuje, da so banke v obdobju od leta 2000 do 2003 vseskozi povečevale svoj delež v skupni vrednosti poslov upravljanja, leta 2002 pa so dosegle in tudi presegle borzno posredniške družbe.

Slika 5: Deleži pooblaščenih bank in borzno posredniških družb v skupni vrednosti poslov upravljanja finančnega premoženja v obdobju 2000-2003 (v %)



*stanje na 30.6.2003

Vir: Finančni trgi – september 2003, Banka Slovenije, 2003, str. 13.

V prihodnosti lahko banke vse bolj uveljavljenim finančnim posrednikom, kot so vzajemni skladi, pokojninske družbe, zavarovalnice in borzno posredniške družbe, poleg bančnih denarnih depozitov uspešno konkurirajo tudi in predvsem na področju upravljanja finančnega premoženja, pri čemer bodo deležne nekaterih ključnih prednosti.

Po dejanskem odprtju slovenskega finančnega trga bo od vseh poslov investicijskega bančništva najboljši potencial za rast in uspešno poslovanje imelo prav upravljanje finančnega premoženja. Zaradi možnosti, da bodo investitorji trgovali neposredno prek tujih finančnih institucij, konsolidacije lastništva in nižje likvidnosti domačega trga kapitala, bodo posli borznega posredovanja najverjetneje izgubili na pomenu.

Prav na področju upravljanja finančnega premoženja pa se bodo banke soočile s tujo konkurenco. Medtem ko bo vloga manjših bank skrčena le na distribucijo produkta, bodo imele večje celo konkurenčno prednost v obliki razvejene distribucijske mreže. Uspešnost posla upravljanja finančnega premoženja je namreč najbolj odvisna od uspešnosti prodaje produktov, na katerih temelji. Tiste, ki bodo ostale v domači lasti, bodo primorane prilagoditi se na širši, globalni trg kapitala, saj ne bodo deležne prenosa znanja in dolgoletnih izkušenj kot tuje banke. Banke, ki do takrat še ne bodo uvedle upravljanja finančnega premoženja, bodo to morale storiti, saj jim drugače grozi, da se bo obseg njihovih poslov na dolgi rok skrčil.

8. SKLEP

Upravljanje finančnega premoženja je investicijski proces, ki zahteva tesno sodelovanje med investitorjem, ki je lastnik premoženja, in upraviteljem. Oba skupaj bosta namreč sodelovala pri določanju investicijskih ciljev in omejitev, ki bodo ključnega pomena ne samo za oblikovanje premoženja in tekoče upravljanje z njem, ampak tudi in predvsem za njegovo končno uspešnost. Strateška alokacija premoženja, poleg samih deležev naložbenih skupin, ki bodo vsebovane v premoženju, določa tudi širši okvir, znotraj katerega bo upravitelj dejansko upravljal premoženje skozi čas. Na podlagi strateške alokacije premoženja lahko upravitelj nadalje alocira investitorjevo premoženje med tvegane in netvegane naložbe, znotraj tveganih naložb in po posameznih vrednostnih papirjih. Pri tem lahko upravitelj oblikuje premoženje, ki bo, glede na sodobno premoženjsko teorijo, učinkovito in se bo nahajalo na meji učinkovitosti. Toda investitorju najustreznejše premoženje bo na koncu tisto, ki bo upoštevalo tudi njegove preference oziroma indifirenčne krivulje.

Tako oblikovano premoženje bo upravitelj, glede na veljavnost predpostavk hipoteze učinkovitega trga kapitala, upravljal z različnimi strategijami. Za aktivno upravljanje oziroma iskanje napačno ovrednotenih vrednostnih papirjev se bo odločil takrat, ko bo prepričan, da trg kapitala ni učinkovit ter da ima sam znanje in potrebne informacije, s katerimi bo lahko trg tudi dejansko premagal. V nasprotnem primeru, ko bo prepričan, da je trg kapitala učinkovit in ni napačno ovrednotenih vrednostnih papirjev, se bo odločil za pasivno strategijo ter premoženje oblikoval in upravljal v podobni sestavi kot splošni tržni indeks. Glede na empirične raziskave in teste lahko trdimo, da so razviti trgi kapitala dokaj učinkoviti in jih je zato tudi relativno težko premagati. Kljub vsemu je to vseeno možno, saj na njih obstajajo določene anomalije in izjeme. Slovenski trg kapitala je, glede na dosedanje empirične raziskave, slabše učinkovit, kot so razviti, kar tudi dopušča možnost, da so vrednostni papirji na njem v večjem obsegu in dlje časa napačno ovrednoteni. Za sposobne upravitelje se s tem samodejno odpre manevrski prostor za aktivno strategijo upravljanja in doseganje nadpovprečne donosnosti premoženja.

Upravljanje finančnega premoženja je aktualno predvsem za tiste, ki imajo tega premoženja več. Med njimi velja ločiti institucionalne in posamezne investitorje, katerih premoženja so predmet individualnega upravljanja. Banke imajo med finančnimi institucijami specifičen položaj, saj poleg lastnega finančnega premoženja najpogosteje lahko upravljajo tudi premoženje svojih komitentov. Ravno pri slednjem so deležne določenih konkurenčnih prednosti, ki izhajajo iz dejstva, da je banka po svoji naravi velika, diverzificirana organizacija, ki opravlja poleg bančnih tudi širok spekter finančnih in drugih storitev.

V Sloveniji lahko banka, če izpolnjuje določene pogoje in pridobi ustrezno dovoljenje, postane pooblaščen udeleženec trga vrednostnih papirjev in se kot taka ukvarja z različnimi posli, z vrednostnimi papirji. Poleg upravljanja finančnega premoženja velja med njimi omeniti še borzno posredovanje ter seveda trgovanje za svoj račun. Čeprav je upravljanje finančnega premoženja v Sloveniji, predvsem zaradi lastnosti slovenskega trga kapitala in davčnega okolja, ki dejansko privilegira naložbe v bančne depozite, še relativno slabo poznano in vrednostno manj pomembno, se tovrstna oblika investiranja hitro razvija in uveljavlja. Ko pa se bo majhen slovenski trg kapitala dokončno izčrpal in bo za preživetje potrebno aktivnejše delovanje na evropskem in širšem, globalnem trgu kapitala, bo upravljanje finančnega premoženja za slovenske banke in druge večje finančne institucije postalo nuja.

LITERATURA

1. Bodie Zvi, KANE Alex, MARCUS Alan J.: Investments. 2. izdaja. Burr Ridge, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1993. 974 str., 2 pril.
2. Bodie Zvi, KANE Alex, MARCUS Alan J.: Investments. 3. izdaja. Burr Ridge, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1996. 1046 str., 2 pril.
3. Deželan Silva: Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 104 str.
4. Elton Edwin J., GRUBER Martin J.: Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. 5. izdaja. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1995. 715 str.
5. Farrell James L., Jr.: Guide to Portfolio Management. St. Paul, Minneapolis: McGraw-Hill, Inc., 1983. 353 str., 1 pril.
6. Francis Jack C.: Management of Investments. 1. izdaja. Singapore: McGraw-Hill Book Co., 1988. 826 str.
7. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana: GV založba, 2001. 542 str., 3 pril.
8. Kritzman Mark P.: Asset Allocation for Institutional Portfolios. Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1990. 185 str., 4 pril.
9. Levine Sumner N.: Financial Analyst's Handbook I. 1. izdaja. Homewood, Illinois: Dow Jones-Irwin, Inc., 1975. 1391 str.
10. Levine Sumner N.: The Financial Analyst's Handbook. 2. izdaja. Homewood, Illinois: Dow Jones-Irwin, Inc., 1988. 1870 str.
11. Lofthouse Stephen: Investment Management. Chichester, West Sussex: John Willey & Sons, Ltd., 2001. 589 str.
12. Mramor Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
13. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. 1. izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000a. 191 str.

14. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. 1. izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
15. Radcliffe Robert C.: Investment: Concepts, Analysis, Strategy. 4. izdaja. New York: HarperCollins College Publishers, 1994. 896 str.
16. Reilly Frank K.: Investments. 2. izdaja. Tokyo: The Dryden Press /CBS Publishing Japan, Ltd., 1986. 726 str., 4 tbl.
17. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I: (denar, finančne institucije in denarna politika). 1. izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
18. Ribnikar Ivan: Upravljanje finančnega premoženja. Bančni vestnik, Ljubljana, (1994), 10, str. 50-51.
19. Strong Robert A.: Portfolio Construction, Management and Protection. St.Paul, Minneapolis: West Publishing Company, 1993. 543 str.
20. Velkavrh Marta: Učinkovitost, tveganje in donosnost slovenskega trga kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 47 str.
21. Vozel Aleksander: Prihodnost bančne mreže. Gospodarski vestnik – Svetovalec, Ljubljana, (2000), 40, str. 66.
22. Walter Ingo: The Global Asset Management Industry: Competitive structure, conduct and performance. Fontainebleau: Insead R&D, 1998. 110 str.

VIRI

1. Finančni trgi – september 2003. Banka Slovenije. [URL: http://bsi.si/html/publikacije/financni_trgi/ft_2003_09.pdf], 25.10.2003.
2. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002. Agencija za trg vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.a-tvp.si/porocilo-2002/porocilo%20o%20stanju%na%20trgu%20VP%20v%202002.pdf>], 25.10.2003.
3. Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borzno posredniških družbah (Uradni list RS, št. 56/01).
4. Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99, 59/01).

5. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/93, 20/95, 18/96, 34/96).
6. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 71/93, 2/94, 7/95, 44/96).
7. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o bančništvu (Uradni list RS, št. 55/03).
8. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).

SLOVAR

beat the market – premagati trg / dosegati nadpovprečno donosnost

benchmark portfolio – primerjalno premoženje

buy-and-hold strategy – strategija »kupi in obdrži«

cross-selling – navzkrižna prodaja

efficiency set – meja učinkovitosti

efficient frontier – meja učinkovitosti

efficient portfolio – učinkovito premoženje

fund management – upravljanje premoženja

gestion de portefeuille – upravljanje premoženja

indexing – indeksiranje

intrinsic value – notranja / prava cena

investment management – upravljanje premoženja

market timing – tempiranje trga

modern portfolio theory – sodobna premoženjska teorija

Portfeuilleverwaltung – upravljanje premoženja

portfolio management – upravljanje premoženja

private banking – osebno / zasebno bančništvo

risk aversion – nenaklonjenost tveganju

Vermögensverwaltung – upravljanje premoženja