

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

INVESTICIJSKI KLUB
S PRIKAZOM PRAKTIČNE APLIKACIJE NA PRIVATIZACIJSKEM PROCESU
V REPUBLIKI BOSNI IN HERCEGOVINI

IZJAVA

Študent ROBERT ZAVNIK izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom MAG. MARKA PAHORJA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
I. DEL: KAPITALSKI DONOSI	2
1. INVESTIRANJE, DONOSNOST IN TVEGANJE	2
1.1. Obvladovanje tveganj (<i>Risk Management</i>)	8
1.1.1. Kaj tveganje pravzaprav je?	8
1.1.2. Vrste tveganja	8
1.1.3. Obvladovanje tveganj	10
2. INVESTICIJSKI SKLADI V SVETU IN PRI NAS	14
2.1. Vrste skladov	15
2.2. Zgodovina	17
2.2.1. Svet, s poudarkom na ZDA	17
2.2.2. Slovenija	20
2.3. Današnji čas	21
2.3.1. ZDA	21
2.3.2. Slovenija	22
3. KAKO SODELOVATI?	23
3.1. Investitorjevi viri	23
3.2. Investicijski klub	24
3.2.1. Članstvo v investicijskem klubu	26
3.2.2. Nastanek in delovanje	28
3.3. Svetovno združenje investicijskih klubov	30
II. DEL: PRAKTIČNA APLIKACIJA KONCEPTA V PRIVATIZACIJSKIH PROCESIH BIH	32
1. PRIVATIZACIJA V POST-SOCIALISTIČNIH DRŽAVAH	32
2. PRIVATIZACIJA V REPUBLIKI BIH	32
2.1. Zgodovina dogajanj na področju R BiH	32
2.2. Sedanja politična ureditev	34
2.2.1. Privatizacija v R BiH	35
3. INVESTICIJSKI KLUB IN PRIVATIZACIJA V FEDERACIJI BIH	36
SKLEP	39
LITERATURA	41
VIRI	42
PRILOGE	

UVOD

S spremembo družbenopolitičnega sistema se je tudi v Sloveniji pričela groba uveljavitev načela: Pomagaj si in Bog ti bo pomagal. Obdobja, ko se je lahko naslonilo na državo, ki bo poskrbela za brezplačno izobraževanje ali poceni zdravstvene storitve, ni več. Pokojninski sistem, kot smo ga poznali, je prenehal obstajati. Demografska slika kaže, da bo v letih, ko bo generacija, ki sedaj diplomira, zrela za upokojitev, v državi več upokojencev kot zaposlenih. Pri tem pa nam medicina obljublja možnost podaljšanja življenjske dobe na 150 let. Vse to predstavlja veliko stroškovno obremenitev in kdor ne bo imel denarja, bo imel neizobražene otroke in bo zgaran umrl 60 let prej kot premožen človek.

Poleg običajnih poti za izgradnjo stabilnega, krepkega prihodka, ki vključujejo vseživljenjsko izobraževanje in ohranjanje konkurenčnosti, si je treba poiskati način za pokrivanje izjemnih izdatkov. Rešitev je zgodnji pričetek zbiranja ustreznega sklada, s katerim bo mogoče poravnati naraščajoče izredne stroške v starosti.

V tem delu bo predstavljen investicijski klub kot stog kapitala, ki ga prispeva manjše število zainteresiranih posameznikov. Predstavljeni bodo razlogi, zakaj se posamezniki odločajo za udeležbo na kapitalskem trgu. Predstavljene so številne prednosti takšnega pristopa za ljudi, ki posedujejo željo (interes), znanje ali vsaj pripravljenost za pridobivanje znanja in so v letih, ko ni opaznih presežkov prihodkov nad odhodki. Orisane bodo osnovne karakterne značilnosti zainteresiranih, ki so potrebne, da se interes spremeni v konkretno delovanje.

Poglavitna razlika med investicijskim klubom in podjetjem ali drugimi organizacijsko primerljivimi partnerskimi organizacijami je seveda v usmerjenosti v kapitalske naložbe na finančnih trgih, ne delujejo torej v realnem sektorju. Njihova značilnost je usmerjenost na kapitalske donose, torej donose, ki ne izvirajo iz dela ali zemlje. Ker po predpostavki razpoložljiv stog kapitala ni dovolj velik za najem profesionalnih upraviteljev, se naslanjamo na lastno znanje kot enega izmed virov dohodka.

V diplomskem delu je najprej obdelan osnovni pojmovnik finančnih investicij, torej donos, tveganje, čas ter stroški kot soodvisne spremenljivke vsake investicije. V nadaljevanju so posamezni faktorji finančne naložbe podrobneje predstavljeni. Ker je osnovni trade-off v odločitvi med donosnostjo in tveganjem, so nekoliko podrobneje predstavljene teorije in predpostavke, na katerih temeljijo pristopi k zmanjševanju tveganja. V nadaljevanju so obravnavani investicijski skladi. Običajno o njih razmišljamo kot o velikih in pomembnih koncentracijah kapitala, vendar pa so principi splošni in veljajo tudi na mikro nivoju. Pravzaprav v Sloveniji tudi "veliki" vzajemni skladi delujejo na mikro nivoju makroekonomske pomembnosti. Z osvetlitvijo zgodovine dogajanja na tem področju poskusim predstaviti razloge za to. Na koncu prvega dela je podrobneje obravnavan investicijski klub kot centralni predmet preučevanja in kot aplikacija pristopa investicijskega sklada na za zainteresiranega posameznika obvladljivem nivoju.

V drugem delu je predstavljena ena izmed opcij uporabe preučevanega orodja, kjer se teoretična razlaga sreča s konkretno priložnostjo. Tu je predstavljena privatizacija kot stanje, ki predstavlja neobičajno priložnost za velike donose, kot jih prinašajo le neobičajne situacije. Običajno stanje namreč teži k ohranjanju statusa quo.

I. DEL: KAPITALSKI DONOSI

Kapitalski donosi so bili skozi zgodovino obravnavani na različne, največkrat diametralno nasprotne načine. Ker vodijo v koncentracijo kapitala in s tem povezan elitizem, so jih ideologije, ki so se zavzemale za pravičnost do množic, vedno znova zavračale. Lep primer takega odnosa je odnos prevladujoče ideologije na našem področju, krščanstva. Le-to je kot vseobsegajoča dogma seveda vzpostavilo odnos tudi do tega področja. Vse do renesanse je cerkev strogo prepovedovala kreiranje denarja iz denarja, sedaj znano kot obresti. Ta odnos se je spremenil šele po močnih pritiskih okolja, ko se je prepoved izkazala za brezplošno¹. Seveda ostale množične ideologije niso ravnale nič drugače; islamsko bančništvo, na primer, še vedno ne priznava obresti. Marksizem tudi ni ravno navdušeno opazoval procesa kopičenja kapitala pri kapitalu zaradi kapitala.

Pri tem pa so kapitalski donosi pokazali izjemno trdoživost, ki verjetno izhaja iz tega, da so jih poznale že arhaične družbe in so kot take starejšega izvora, kot bi sklepali v prvem trenutku². Zato so zaenkrat izšli zmagovalci nad nasprotujočimi ideologijami in nas spremljajo še dandanes.

Ker je doseganje kapitalskih donosov osnovni namen obstoja investicijskega kluba, ki je predmet preučevanja moje diplomske naloge, bom v prvem delu opredelil notranjo strukturo oziroma poglavitne značilnosti kapitalskih donosov.

1. INVESTIRANJE, DONOSNOST IN TVEGANJE

Naj na tem mestu najprej opredelimo pojem investicije. Investicija je pridobitev realnega ali finančnega premoženja, ki dolgoročno prinaša donos, sorazmeren sprejetemu tveganju. Časovni horizont naj bo vsaj tri leta, priporočeno pa je razmišljati o desetletnem obdobju (Amling, 1989, str. 4). Vse, kar se dogaja v časovnem okvirju, krajšem od tega, lahko opredelimo kot špekulacijo. S samo špekulacijo seveda ni nič narobe; če ne bi bilo špekulantov, ne bi bilo dinamike na trgu, pa tudi k umiritvi dogajanj prispevajo. Oni so namreč tisti, ki začnejo s pospešenimi nakupi, ko vrednostni papirji zdrsnejo v cenovni prepad, oni so tudi prvi, ki prodajajo, ko cene splezajo v himalajske višave. Seveda pa od profesionalnih špekulantov ni pričakovati racionalnosti, ta je pri njih na drugem mestu, prvi je vedno instinkt in želja po hitrem zaslužku ZDAJ. Investicijski klub, kot se ga pojmuje v tem delu, pa je investicijsko orodje.

Nakup, ki nudi možnost dolgoročnega denarnega toka ali kapitalskega dobička, se lahko, gledano širše, upošteva kot investicija. Nakup hiše ali stanovanja je v naših krajih najpogostejša oblika investiranja. In to niti ne slaba; ob upoštevanju trenda

¹ Ob tem je lep primer iznajdljivosti ravnanje bančnikov iz Firenc. Le-ti so namreč vzpostavili mrežo podružnic po evropskih deželah. Ker so podružnice ležale v različnih monetarnih področjih, so med njimi veljala menjalna razmerja določena s strani vodstva banke. Ko je varčevalec vložil svoje prihranke v italijansko banko, je dobil potrdilo za izplačilo vložka v eni izmed podružnic, seveda po določenem času. Ko je prišel trenutek dviga vložka, mu seveda ni bilo treba osebno vročiti priznanice pri podružnici, ampak je to v njegovem imenu storila banka po svojih kanalih in mu izplačala oplemeniteni vložek kar v lokalni valuti.

² Glej Marcel Mauss, Esej o daru. Ljubljana 1996, o funkciji in pravi naravi daru, ko sprejem darila vključuje obvezo vračila z obrestmi.

novogradenj na leto in uveljavitve ter množičnosti udeležbe v nacionalni stanovanjski shemi vidimo, da obstaja možnost velikega presežnega povpraševanja. Vendar pa je to možnost, ki je malemu investitorju nedosegljiva.

V tem delu se bom osredotočil na investicije v vrednostne papirje. Vrednostni papirji pa so listine, v katerih je inkorporirana določena pravica oz. razmerje, ki se lahko prenaša ali uveljavlja le na podlagi lastništva tega papirja (Sibil, 1990, str. 38). Pri tem je potrebno poudariti, da je proces razvoja vrednostnih papirjev, po analogiji z denarjem, pripeljal do dematerializacije vrednostnih papirjev. To pomeni, da vrednostni papirji ne obstajajo več kot listine, glaseče na prinašalca, pač pa kot zapisi v računalniški bazi podatkov, ki se glasijo na ime, so imenske listine. Bistveni elementi razmerja, opredeljenega v vrednostnem papirju, so:

- subjekti razmerja,
- vsebina oz. namen razmerja,
- čas trajanja razmerja.

Glede na te elemente tudi ločujemo vrednostne papirje. Tako poznamo:

- dolgoročne in kratkoročne vrednostne papirje,
- dolžniške in lastniške,
- državne (javne) in zasebne.

Vrednostni papirji, zanimivi za malega investitorja oz. investicijski klub morajo zagotavljati:

- varnost,
- rentabilnost,
- likvidnost.

Te lastnosti so v posameznem vrednostnem papirju inkorporirane v različnih razmerjih; nekateri so likvidni in varni, ni pa poudarjena rentabilnost, drugi prinašajo obljubo velike rentabilnosti, zato pa trpi varnost ali likvidnost, skratka, vrednostnega papirja z idealnimi lastnostmi, ki bi maksimiziral vse tri lastnosti, ni. Vedno obstaja trade-off med njimi. Odločitev za posamezno kombinacijo lastnosti je odvisna od preferenc posameznega investitorja in pa od sestave portfelja³.

Skratka, vsaka investicija vsebuje sledeče ključne elemente (Amling, 1989, str. 7): **donos, tveganje in časovni horizont.**

DONOS investicije (nagrada) vključuje tako denarni tok kot tudi večanje kapitalске vrednosti, ki je posledica rasti tržne cene predmeta investicije. Pri razmišljanju o donosu vrednostnega papirja, predvsem pa pri primerjavi vrednostnih papirjev (securities), moramo paziti na razliko med terminom *donos* in *donosnost*. Donos je absolutna vrednost, merimo jo v denarnih enotah in nam pove, koliko denarnih enot nam prinese lastništvo vrednostnega papirja v določenem časovnem obdobju (običajno enem letu). Donosnost pa je relati ven pojem, pomeni odnos med donosom vrednostnega papirja in njegovo nabavno ceno. Znana je tudi kot *stopnja donosa*. Merimo jo v odstotkih. Enačbe za izračun donosa in donosnosti so na splošno opredeljene sledeče (Kalan, 1995, str. 5):

³ Portfelj je zbirka različnih vrednostnih papirjev, ki jih poseduje investitor ali sklad. Več o tem v naslednjih poglavjih.

$$D = (R + P_1) - P_{d,1}$$

$$r = \frac{D}{P_{d,1}}$$

Pri čemer je:

D..... donos,

R..... znesek dividend,

P₁..... prodajna cena delnice,

P_{d,1}..... nakupna cena delnice,

r donosnost (stopnja donosa).

Donosnost se uporablja pri investicijskih odločitvah, ko nastopa kot eden izmed faktorjev v medsebojni primerjavi vrednostnih papirjev z namenom izločitvene izbire. Izračun donosnosti se med vrednostnimi papirji razlikuje. Tudi izračunani rezultat ni neposredno primerljiv. Tudi če izračunamo donosnost posameznega vrednostnega papirja, to niso edini donosi, ki jih posest določenih vrednostnih papirjev prinaša lastniku. Tu je vedno vprašanje uporabe nabavljenih vrednostnih papirjev. Na donosnost določenega vrednostnega papirja pa vpliva tudi način nabave, vendar pa bom to podrobneje obravnaval v poglavju 4.1, ki obravnava investitorjeve vire. Pri primerjavi donosnosti moramo upoštevati tudi davčni vidik, saj na primer državni vrednostni papirji zmanjšujejo davčno osnovo.

Namen diplomskega dela ni obširna razprava o vrednotenju vrednostnih papirjev. Obravnavo te tematike lahko zainteresirani bralec najde v delih dr. Dušana Mramorja, kjer je podrobno opisan teoretični prikaz določanja vrednosti posameznim vrstam vrednostnega papirja. V nadaljevanju bom na kratko povzel lastnosti nekaterih najpogostejših vrst vrednostnih papirjev, s katerimi se v praksi lahko sreča mali investitor oziroma investicijski klub.

Obveznice. So dolžniški vrednostni papirji. Obstaja več vrst obveznic, kot so na primer "zero coupon bond", ki do dospelja ne prinaša ničesar, ob dospelju pa obljubljeni denarni znesek. V poslovni praksi je vrednostni papir s takšnimi lastnostmi znan tudi kot **menica**. Pri nas so znane zlasti trimesečne zakladne menice, ki jih izdaja Banka Slovenije. Najbolj razširjena je običajna obveznica, ki obljublja v življenjski dobi določene obresti in po koncu življenjske dobe izplačilo določenega zneska. Pri običajnih obveznicah se računa *donos do dospelja*, kar pomeni seštevek s strani izdajatelja obljubljenih periodičnih izplačil v življenjski dobi obveznice, pri čemer se upošteva, da na koncu življenjske dobe dobimo izplačano glavnico, to je nominalno vrednost obveznice. Če ta seštevek delimo z nabavno ceno, dobimo *donosnost obveznice do dospelja*. To je relativna mera in nam bolje služi pri izbiri investicijskih alternativ⁴. Njihova trenutna vrednost je sedanja vrednost bodočih donosov (PV)⁵, pri čemer zahtevana donosnost vključuje premijo tveganja.

⁴ Seveda pa je pri izbiri potrebno upoštevati tudi količino premoženja, ki mu iščemo najdonosnejšo obliko. V nekaterih primerih kvantiteta pomeni tudi kvalitativni preskok, to se zgodi, ko je premoženje tolikšno, da opazno določa likvidnost določenih vrednostnih papirjev na trgu.

⁵ Izračunana po formuli za sedanjo vrednost bodočih donosov, $P_0 = \frac{D_1}{(1+R)^1} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+R)^n}$, pri kateri je: P₀ – sedanja vrednost obveznice, D – letni donos iz naslova obresti, P_n – vrednost ob zapadlosti, R – zahtevana stopnja donosnosti.

Delnice. So lastniški vrednostni papirji. Tudi delnic poznamo več vrst, najbolj znani sta prednostna delnica in navadna delnica. Osnovna razlika med njima je v tem, da prednostna delnica ne prinaša lastniških pravic, pač pa zajamčeno nominalno donosnost ali zajamčeni delež dobička. Tiste z zajamčeno nominalno donosnostjo lahko obravnavamo kot "perpetuity" oz. "console". Pri delnicah nimamo datuma dospetja, zato se pri njih računa *trenutna donosnost*, ki se jo izračuna kot delež zadnje izplačane dividende v trenutni tržni ceni delnice.

Če neposredno primerjamo donosnost obveznic in delnic, lahko pridemo do napačnih sklepov o donosnosti posameznega vrednostnega papirja, kot posledica različnosti mer donosnosti. Povsem teoretična obravnava pa nas tudi v primeru navadnih delnic pripelje do sklepa, da je njena vrednost pogojena le z letnimi izplačili, dividendami (Mramor, 2000, str. 47).

Izvedeni finančni inštrumenti. Futures in forward pogodbe. So del skupine finančnih produktov, ki so v svojem bistvu izvedeni finančni inštrumenti. To pomeni da so pogodbe, vezane na osnovne vrednostne papirje⁶. Forward pogodbe so dvostranske pogodbe med kupcem in prodajalcem za izvršitev menjave v nekem trenutku v prihodnosti. O količini in ceni se dogovorita kupec in prodajalec, tudi razveljavitev, razen če ni tako posebej dogovorjeno, ne pride v poštev. Prav tako ni možnosti prenosa obveznosti na tretjo stranko, razen na zakonsko določen način cesije oziroma asignacije. Pri tovrstnih instrumentih je izpolnitev predmeta pogodbe običajna, z tovrstnimi pogodbami pa se trguje na posebnih elektronskih trgih, kamor imajo dostop velika, uveljavljena podjetja, banke in specializirani posredniki. Za male investitorje tovrstni trg ni zanimiv. Iz forwardov pa so se razvile futures pogodbe, ki pa so pravno zavezujoči standardni sporazumi o nakupu ali prodaji standardne količine in kakovosti nekega enovito opisanega predmeta pogodbe na določen, standardiziran dan v prihodnosti po ceni, dogovorjeni v sedanjosti. Z njimi se trguje na borzah, so likvidni, zaradi narave trgovanja in poravnave, ki poteka dnevno preko klirinške hiše, ki nastopa kot nasprotna stranka pri vsakem poslu in je tudi garant za izpolnitev ne pride do tveganj neizpolnitve. Pri njih gre za trgovanje s cenami natanko določenih sredstev. V veliki večini primerov tu ne prihaja do izpolnitve predmeta pogodbe, pač pa do zaprtja pozicije z nakupom nasprotne pozicije. Tu se naš dobiček preračunava glede na gibanje promptne cene predmeta pogodbe, treba pa je upoštevati stroške in da si udeleženci vzamejo premijo za tveganje, zato pričakovane cene niso iste kot trgovalne cene. Opcije so izvedeni vrednostni papirji, ki pomenijo možnost nakupa ali prodaje osnovnega predmeta pogodbe na določen dan v prihodnosti. Pri tem poznamo dve vrsti opcij, ameriško in evropsko. Ameriška je lahko izvedena kadarkoli do trenutka zapadlosti, evropska pa je lahko izvedena le v trenutku zapadlosti. Vrednost opcije je odvisna od promptne cene sredstva, na katerega se opcija nanaša. Če je npr. izvršilna cena nakupne opcije nižja od promptne cene predmeta pogodbe, potem je njena cena enaka razliki med promptno in izvedbeno ceno. V nasprotnem primeru pa ne prinaša nobene ugodnosti in je brez vrednosti. To je seveda stališče imetnika opcije, stališče izdajatelja opcije je diametralno nasprotno, on je na izgubi v primeru izvedbe opcije, saj je le-ta enaka dobičku izvršitelja. Izdajatelj si za prevzeto tveganje zaračuna premijo. Ta je odvisna od višine dogovorjene izvršilne cene, promptne cene, časa do dospelosti, tržne

⁶ V bistvu so to pogodbe z izpolnitvijo predmeta pogodbe v prihodnosti. Ni nujno, da se nanašajo na osnovne vrednostne papirje, razen če ne štejemo pod le-te tudi potrdila o posedovanju določenih tržno zanimivih materialov, kot so žitarice ali plemenite kovine.

obrestne mere brez tveganja in pričakovanj trga glede prihodnosti. Isti faktorji vplivajo tudi na določanje cene opcije na sekundarnem trgu (Zajc, 1996, str. 14).

TVEGANJE. Prevladuje ocena o neposredni povezanosti tveganja in donosa; torej večje kot je tveganje, večji je donos. Investitor, kot nenaklonjen tveganju, za večje tveganje zahteva progresivno povečanje donosa. To ne pomeni, da veliko tveganje avtomatsko prinaša velik donos, niti, da imajo vse investicije z enakim donosom ali donosnostjo enako tveganje. Ni lahko določiti odnosa med tveganjem in donosnostjo. Vsak investitor mora sprejeti odločitev o odnosu med predvideno stopnjo donosnosti in ocenjeno stopnjo tveganja. Znanje o tem, kaj določa donosnost določene vrste vrednostnega papirja in tveganju, povezanem z določeno vrsto vrednostnega papirja, pomagajo investitorju do pravilne odločitve na dolgi rok. Na Sliki 1: Razporeditev vrednostnih papirjev glede tveganje in donos lahko vidimo, da bolj tvegane vrste vrednostnih papirjev prinašajo zahtevo po večji donosnosti, saj je le tako racionalno opravičljiva njihova posest. Temeljna predpostavka je namreč, da investitorji v povprečju, kot vsi ostali ljudje, tveganju niso naklonjeni. V praksi so se oblikovali različni načini kvantifikacije tveganja pri analizi vrednostnih papirjev. Splošna enačba je naslednja (Kalan, 1995, str. 6):

$$r^* = p_1r_1 + p_2r_2 + \dots + p_nr_n$$

r^* pričakovana stopnja donosa,

p_x verjetnost x-te donosnosti,

r_x možna stopnja donosnosti,

n število možnih donosnosti

in direktno izhaja iz osnovne enačbe zahtevane donosnosti (Mramor, 2000, str. 52):

$$E(\tilde{r}) = \frac{E(\tilde{P}_1) - P_0}{P_0}$$

$E(\tilde{r})$ pričakovana vrednost zahtevane stopnje donosnosti,

$E(\tilde{P}_1)$ pričakovana cena vrednostnega papirja pri prodaji,

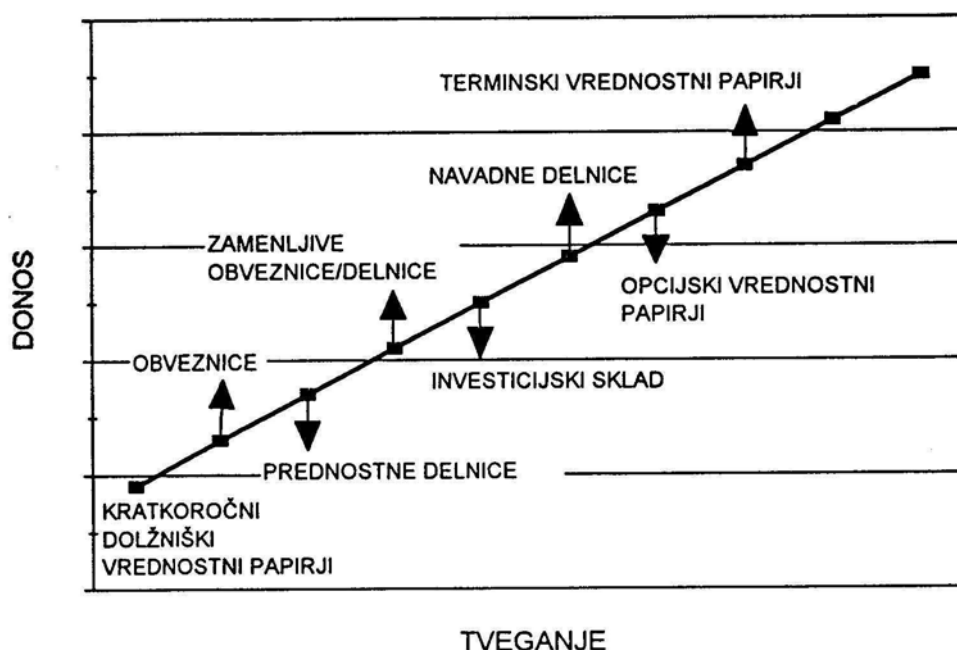
P_0 cena vrednostnega papirja pri nakupu.

Pri tem je P_1 slučajna spremenljivka in zato je tudi r slučajna spremenljivka. Da bi lahko njuni vrednosti čim bolj ocenili, moramo oceniti vsak možen p_x – določiti moramo verjetnostno porazdelitev slučajne spremenljivke. Nato skušamo ugotoviti, katera je tista vrednost, ki najbolje odraža vse možne slučajne vrednosti. V ta namen se najbolj pogosto uporablja tehtano aritmetično sredino z utežmi r_x , ki jo poimenujemo pričakovana vrednost. To storimo ob predpostavki, da je vrednost slučajne spremenljivke vsaj približno normalno porazdeljena. Drugače bi bile kot mera centralne tendence primernejše druge mere centralne tendence (mediana, modus). Kot najprimernejša mera tveganja se najpogosteje uporablja varianca oziroma standardni odklon donosnosti, kar temelji na predpostavki, da velja standardna kvadratna funkcija koristnosti. Le-to se uporablja, ker predstavlja matematično najčistejšo obliko reprezentacije načela o nenaklonjenosti tveganju. Dejansko pa je lahko ta porazdelitev tudi drugačna.

Vsekakor pa je treba poudariti, da pri tovrstnem računanju upoštevamo dve stvari:

1. VREDNOSTNI PAPIR, KI GA OBRAVNAVAMO, IMA ZGODOVINO. Predpostavljamo, da prihodnost izhaja iz preteklosti, ali kot je dejal *George Orwell* v 1984: "Kdor obvladuje preteklost, obvladuje prihodnost: kdor obvladuje sedanost, obvladuje preteklost". Tovrstno razmišljanje zgreši pri naložbah v vrednostne papirje ali trge brez preteklosti. Zgreši tudi pri predpostavki, da je mogoče prihodnost direktno ekstrapolirati iz preteklosti; sama narava realnosti je namreč nedeterministična. Najbolje, kar lahko naredimo je, da ugibamo, da se oprimemo t.i. "Educated Guess." Eksperimenti, ki to potrjujejo, so številni, lep primer, ki je bil večkrat izveden, je eksperimentalna primerjava naključnega izbora vrednostnih papirjev z izborom, ki so ga predlagali eksperti. Primer, ki se mi je vtisnil v spomin in ki ga je izvajala televizijska postaja MSNBC je bil primerjava donosnosti naložb, izbranih s strani eksperta, gospodinje in slona. Ker se je poskus odvijal malo pred prvim zlomom tehnoloških delnic, je najboljši nasvet prišel iz slonovega rilca.
2. MATEMATIKA JE NAJBOLJŠA METODA MODELIRANJA REALNOSTI. S to predpostavko in z našim prepričanjem v njeno predstavno moč je obračunal *Stephen Wolfram*, kreator programa za matematično analizo *Mathematica*. V svoji knjigi *A New Kind of Science* razvije misel, da matematika preprosto ne more predstavljati akuratnega modela realnosti. Mogoče je najbližje temu teorija kaosa, saj majhna sprememba začetnih vrednosti v kompleksnem nelinearnem sistemu lahko prinese rezultate neverjetnih magnitud.

Slika 1: Razporeditev vrednostnih papirjev glede tveganje in donos



Vir: Svilan, 1990.

ČASOVNI HORIZONT je pomemben del definicije investicije. Vprašanje se postavi, ali naj investitor nabavi kratkoročne, srednjeročne ali dolgoročne papirje. Delnice nimajo datuma dospelosti; obveznice ga imajo. Izbrani časovni horizont je funkcija investitorjevih pričakovanj. Investitor ponavadi izbere časovni horizont, v katerem se uskladijo njegova pričakovanja o donosu in tveganju, ki ga je zato pripravljen prevzeti.

Empirične raziskave so pokazale, da je na dolgi rok najboljša investicijska politika **kupi in čakaj**. Pri tem so pokazale najboljši rezultat navadne delnice. To lahko razberemo iz Slike 2: Povprečna donosnost vrednostnih papirjev v obdobju 1926-1994 v ZDA, ki je grafični prikaz Ibbotsonove študije, ki je zajemala 96-letno obdobje od leta 1926 do leta 1994 v ZDA. Pri tej študiji so primerjali povprečno letno donosnost različnih vrednostnih papirjev in jo primerjali s povprečno letno inflacijo. Pri tej študiji so bile upoštevane vse delnice, ne pa preišljen izbor t.i. "Growth Stock", kar je cilj aktivnosti članstva. Drug primer je uspeh investicijskega holdinga Berkshire Hathaway Warrena Buffeta, ki ko se enkrat odloči za nakup delnice, redko spreminja portfelj. Tovrstna investicijska strategija ga je povzdignila med najbogatejše Zemljane⁷. Številke govorijo zase. Povprečna rast knjigovodske vrednosti Berkshire Hathaway je bila v zadnjih 35 letih 23%, povprečna letna tržna rast pa 27%, medtem ko je indeks S&P v istem obdobju dosegel 11% povprečno letno rast. Tržna kapitalizacija konec leta 2000 je bila več kot 108 mia USD, pri čemer je Buffettov lastniški delež 31%. V letu 2000, ko je prišlo do zlomov tehnoloških delnic, je njegova delnica pridobila 26% (Kodrič, 2001).

Ker pa se poslovne in ekonomske okoliščine spreminjajo, mora priti do zamenjave portfelja. V resnici je časovni faktor odvisen od investitorjeve osebnosti. Nekateri priporočajo triletno spremembo portfelja, ker vidijo v tem način, kako se izogniti tržnim ciklusom, drugi spet zagovarjajo idejo o nespremenljivosti portfelja oz. o spremembi, ko se menja vodstvo podjetja ali nastopi večji, za prihodnost podjetja pomemben dogodek, kot je sprememba zakonodaje (tobačna podjetja) ali revolucionarna odkritja v znanosti, ki prerazporedijo resurse.

Slika 2: Povprečna donosnost vrednostnih papirjev v obdobju 1926-1994 v ZDA

Error! Not a valid link.

Vir: Ibbotson Associates, 1994.

1.1. OBVLADOVANJE TVEGANJ (RISK MANAGEMENT)

1.1.1. Kaj tveganje pravzaprav je?

Tveganje lahko definiramo kot možnost uresničitve dogodka, ki pomeni izgubo pričakovanega donosa ali izgubo kapitalске glavnice (Amling, 1989, str. 21).

Pri 30 % tržnem tveganju lahko rečemo, da bo od stotih investorjev 30 vložilo denar tako, da bo do izpada donosa oziroma do razvrednotenja glavnice res prišlo.

Seveda je tak način merjenja tveganja kolektiven; v primeru individualnega investitorja bo do izgube premoženja prišlo ali pa ne. To je le najbolj neposreden prikaz posledic, ki jih tveganje prinaša investitorju.

1.1.2. Vrste tveganja

Imamo več vrst tveganja, s katerimi se soočamo na kapitalskih trgih (Mayo, 1994):

⁷ Status najbogatejšega Zemljana si izmenjujeta z Billom Gatesom. Njun vrstni red je odvisen od gibanja cen delnic.

- TRŽNO TVEGANJE. Je tveganje, ki ga povzroča volatilitnost povpraševanja po vrednostnicah. Je pretežno psihološkega izvora in lahko rezultira v strmih padcih cen celotnega tržišča (Black Monday, velika depresija, tudi Črni pustni torek v SLO).
- TVEGANJE LIKVIDNOSTI. Je tveganje, ki se kaže v popustih pri prodaji, provizijah in drugih nevšečnostih, ki rezultirajo v zmanjšanju donosa vrednostnega papirja, z njimi pa se srečamo, ko hočemo vrednostni papir prodati. Do njega prihaja pri posedovanju vrednostnih papirjev manjših, neznanih podjetij ali na eksotičnih, nelikvidnih tržiščih.
- POSLOVNO TVEGANJE. Je tveganje, ki ga prinaša poslovanje združbe, ki je vrednostnico izdala. Nanaša se na dohodkovno sposobnost posameznega podjetja, na sposobnost ohranjanja konkurenčnega položaja in na sposobnost preživetja na tržišču, lahko ga poimenujemo tudi tveganje managementa in zelo rezultira v ceni posameznega vrednostnega papirja. Ta vrsta tveganja je prisotna v navadnih delnicah, delno v prednostnih delnicah in v obveznicah.
- TVEGANJE OBRESTNE MERE. To je tveganje, ki se udejani, ko se spremeni obrestna mera, po kateri trgi kolektivno primerjajo pričakovano obrestno mero. Razlogi so lahko različni; centralna monetarna oblast lahko spremeni svojo denarno politiko. Če npr. Banka Slovenije zazna prevelike inflacijske pritiske, poveča eskontno obrestno mero. Država lahko začne z ekspanzionistično fiskalno politiko, na podlagi tega izda nove emisije državnih obveznic, kar posledično pripelje do zmanjšanja povpraševanja po bolj tveganih vrstah vrednostnih papirjev in s tem posledično do povečanja zahtevane donosnosti. Zaradi narave njihove donosnosti so najboljčutljivejši vrednostni papirji obveznice. Ker je njihova sedanja vrednost za investitorja izračunana z upoštevanjem obrestno-obrestnega računa, se spremembe v zahtevani donosnosti odražajo v velikih spremembah cene (ki jo izenačimo s sedanjo vrednostjo). Podobno so prizadete tudi cene prednostnih delnic s fiksnim donosom, pa tudi navadne delnice, še posebej, če podjetje zasleduje politiko enakih letnih dividend.
- INFLACIJSKO TVEGANJE. Se pojavi zaradi porasta ravni cen. To pomeni, da z enako nominalno vsoto denarja dobimo manj blaga. Kupna moč denarja pade. Pravimo, da inflacija "razžira" donos. Če se ozremo v zgodovino⁸ lahko vidimo, da je v določenih obdobjih inflacija tudi na bistveno učinkovitejših tržiščih razžrla ves donos, dosežen z naložbami v vrednostne papirje. Poleg tega inflacija povzroči uresničenje tveganja obrestne mere kot posledice restriktivne monetarne politike, ki je eden od ukrepov za zbijanje inflacije oziroma vzpostavljanje zaupanja v domačo valuto.
- TVEGANJE MENJALNEGA TEČAJA. Tovrstno tveganje se pojavi, ko imamo investicijo plasirano na tuje trge oziroma, ko imamo našo investicijo nominirano v tuji valuti. Pri tem se menjalni tečaj spreminja iz več razlogov; zaradi razlik v inflaciji, zaradi razlik v obrestnih merah, zaradi devalvacij in revalvacij, ali deprecij in aprecij valute kot posledice plačilnobilančnih težav, kot posledica političnih odločitev na ekonomsko avtonomnih območjih zaradi tržnega rizika na medvalutnem tržišču.
- POLITIČNO TVEGANJE. Je tveganje političnih nestabilnosti, ki rezultirajo v ekonomskih posledicah. Primer so podraževanje podjetij, restrikcije pri uvozu in

⁸ Za primer ZDA glej Amling, 1989, 6 str., razmere v Sloveniji pa lahko spoznamo z primerjavo podatkov o inflaciji, objavljenih na internetni strani Banke Slovenije, ki jih primerjamo z podatki iz Ljubljanske borze vrednostnih papirjev.

izvozu blaga in storitev, pri ovirah v deviznem poslovanju, stabilnosti bančnega sistema, stabilnosti monetarnega sistema, pri zagotavljanju pravnega okvira, pri socialnih nemirih, možnostih državljanskih vojn in revolucij. Vse to vpliva na pričakovano donosnost investicij v določeno podjetje, ki kot pomemben parameter poslovanja nosi določeno geostrateško umeščenost.

1.1.3. Obvladovanje tveganj

Tveganje obvladujemo s postavitvijo nekaterih osnovnih principov, ki se jih morajo držati investicijski klubi pa tudi posamezni investitorji pri svojem pristopu do vlaganj (O'Hara, Janke, 1998, str. 14):

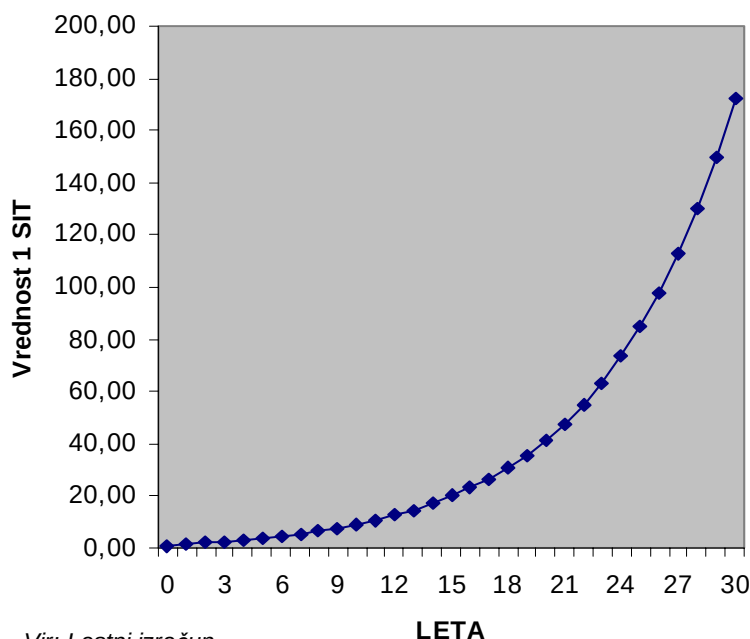
- **Princip št. 1:** INVESTIRAJ REDNO VSE ŽIVLJENJE

Z rednim, vseživljenjskim investiranjem dosežemo odpravo volatilnosti, ki je nujno prisotna na trgu vrednostnih papirjev in ki vpliva na zaslužek špekulantov, ne pa investorjev. Pri tem se pogosto dogaja, da pride do razhajanj med pogledi v članstvu kluba. Določen segment zagovarja kratkoročen pogled, ki narekuje drugačno investicijsko politiko kot dolgoročen pogled. Po podatkih NAIC (The National Association of Investors Corporation) je tovrstna razlika v pogledih kriva za prenehanje delovanja četrtnine klubov v prvih dveh letih delovanja v ZDA. Pri dolgoročnem pogledu smo osredotočeni na posamezno podjetje in njegove realne lastnosti, med temi pa je najpomembnejša vodstvo, kajti podjetje vodijo ljudje in le oni odločajo, kakšen uspeh bo imelo podjetje na dolgi rok. Pri kratkoročnem pogledu, ko se gre za to, da uganemo, kaj bo trg naredil jutri, ali mogoče v tem tednu, pa v bistvu postavljamo ocene o psihologiji množic. Psihologija je izmuzljiva veda, ki ne daje enoznačnih, trdnih odgovorov. Pogosto se za odločilne izkažejo faktorji, ki bi pri racionalni analizi bili zanemarjeni ali pa jih ne bi šteli za relevanten faktor. Z rednim kupovanjem, ne glede na nivo cen na trgu, apliciramo princip, poimenovan "dollar cost averaging", kar v praksi pomeni, da sčasoma denarni strošek nabave vrednostnih papirjev spravimo na povprečno vrednost cen vrednostnega papirja v obravnavanem časovnem obdobju. Do tega pride, ker v obdobju visokih cen dobimo za fiksen denarni znesek malo vrednostnih papirjev, v obdobju nizkih cen pa za enako nominalno vsoto več. Zakaj sploh aplicirati ta princip, namesto logičnega "Kupuj poceni, prodajaj drago"? Odgovor je preprost. Kdaj je nekaj poceni in kdaj drago, lahko ugotovimo iz poročil, iz zgodovinskega pogleda nazaj. Za današnji trenutek in za prihodnost tega pač ne vemo. Jasnovidnost na žalost ni dokazana kategorija.

- **Princip št. 2:** REINVESTIRAJ VSE DONOSE

To pomeni, da ves zaslužek ponovno vložimo na trg. Z reinvestiranjem donosa dosežemo, da obrestno obrestni račun dela za nas. Zaradi eksponentne narave obrestno obrestnega računa pride do zares občutne rasti šele, ko pridemo na strmo naraščajoči del krivulje. Kot je lepo razvidno iz Slike 3: Moč obrestno obrestnega računa v času (15% letna donosnost), pridemo na ta del šele v štirinajstem letu investiranja, ko začne letni pripis obresti strmo naraščati in se samo večja. Da ta cilj dosežemo, je pa potrebna zvrhana mera potrpežljivosti in močni živci.

Slika 3: Moč obrestno obrestnega računa v času (15% letna donosnost)



- **Princip št. 3:** KUPUJ T.I. "GROWTH STOCK"⁹

Delnice podjetij, ki nadpovprečno povečujejo svojo prodajo in dohodek, so delnice, ki nas zanimajo. To so podjetja, ki lahko s svojo sposobnostjo premagajo konkurenco in ki bodo čez nekaj časa vredna precej več, kot so sedaj, to pa je tudi namen sedanjega nakupa vrednostnih papirjev. Njihova stopnja rasti prodaje in dohodka presega stopnjo rasti BDP. Najvažnejši faktor pri iskanju tovrstnih podjetij je management. Treba je paziti, da se ne osredotočamo na sektor ali na proizvod, ki ga trži podjetje. Le podjetja s sposobnim vodstvom so sposobna dolgoročne rasti in s tem rasti investitorjevega vložka. Taka podjetja slej ko prej dobijo zasluženo pozornost s strani kapitalskega trga, kar se odraža v večanju vrednosti vrednostnih papirjev. To je vidik, ki se je izkazal za najpomembnejšega.

- **Princip št. 4:** DIVERZIFIKACIJA NALOŽB

Diverzifikacija je investicijski princip, ki izhaja iz stare ljudske modrosti: "Nikoli ne nosi vseh jajc v eni košari" in predstavlja zavarovanje proti nepričakovanim zasukom v prihodnosti, kajti lahko se izkaže, da je v tem trenutku perspektivno podjetje v resnici stavilo na napačnega konja (v večini primerov to pomeni napačno tehnologijo oz. tehnološki razvoj, ki neko tehnologijo napravi neučinkovito).

Ko pa se spustimo na nivo posameznih vrednostnih papirjev, si lahko in moramo pomagati s temeljitim razmislekom o tveganju posameznega podjetja. Pri tem nas zanimajo trenutna tveganja, količina tveganja (v kolikor jih lahko merimo), in vrste tveganj, s katerimi se soočamo. Niso namreč vsi vrednostni papirji izpostavljeni enakim vrstam tveganj oziroma niso vsi vrednostni papirji v isti *stopnji* izpostavljenosti

⁹ Kar pa ne pomeni, da so to delnice podjetij, ki v trenutnem borznem dogajanju rasejo, pač pa so to delnice s pričakovano rastjo, se pravi delnice podjetij, ki večajo prodajo in dobiček hitreje od povprečja.

tveganjem. Tveganje poskušamo obvladovati z različnimi investicijskimi analizami, kot so (Amling, 1989, str. 12):

- temeljna (fundamentalna) analiza,
- tehnična analiza,
- moderna portfolio teorija.

Z vsakim od omenjenih pristopov poskušamo predvideti gibanje cene vrednostnega papirja in s tem zmanjšati tveganje. Pristopi se med seboj razlikujejo predvsem po kriterijih, ki jih investitor upošteva pri sprejemu odločitev o plasmaju sredstev.

TEMELJNA ANALIZA mora biti osnova za investicijsko odločanje o plasmaju denarja v vrednostne papirje. Pri njej analiziramo podjetje, poslovno okolje podjetja in njegovo umeščenost vanj.

Pri analizi podjetja upoštevamo (Amling, 1989, str. 399-522) kompetitivni položaj podjetja, vodstvo podjetja, operativno učinkovitost, trenutno finančno stanje, kapitalsko strukturo in dolgoročno analizo dolga, dohodkovnost in dobičkonosnost podjetja.

Pri analizi poslovnega okolja podjetja upoštevamo analizo makroekonomske situacije ter sektorsko analizo.

TEHNIČNA ANALIZA nam pove, kako se je gibala cena vrednostnega papirja na trgu v preteklosti, in poskuša na podlagi izkustvenih obrazcev predvideti prihodnje gibanje cene. Pri tem je prihodnja cena funkcija sedanje cene in načina oblikovanja le-te v preteklosti. V bistvu nam poskuša prenesti določena dognanja psihologije v številčno analizo. Kajti ko zapustimo temeljno analizo in se popolnoma prepustimo nasvetu tehnične analize, smo zapustili ekonomske osnove vrednosti delnice in plavamo v posledicah odločitev množice individuov. Včasih bi jo lahko poimenovali psihologija množic, ki za analizo uporablja matematična orodja skupaj z grafikoni. Z njeno uporabo predvsem poskušamo odstraniti tržno tveganje, in sicer tako, da pregledamo gibanje cene vrednostnega papirja v preteklosti, določimo variabilnost oz. mere tveganja, ki izhajajo iz zgodovine gibanja cene vrednostnega papirja, se na podlagi te analize odločimo za nakup vrednostnega papirja z najmanjšo stopnjo tveganja in pazimo na tajming pri nakupu. Poskusimo izvesti nakup, ko je vrednostnica blizu ocenjenega dna, ne pa pri vrhu svoje sinusoidne¹⁰ poti.

MODERNA PORTFOLIO ANALIZA prinaša način, kako optimalno alocirati sredstva med posamezne vrednostne papirje v portfelju. Poenostavljeno rečeno, je metoda diverzifikacije, ki omogoča investitorju minimaliziranje tveganja portfolia vrednostnih papirjev.

Ta teorija bazira na **teoriji učinkovitega delovanja trga** (Aver et al., 2000) Posledica veljavnosti hipoteze učinkovitih trgov je, da so spremembe tržnih cen naključne (random). Iz hipoteze je razvidno, da se cena vrednostnega papirja spremeni le ob pojavu nove informacije, saj cena že izraža obstoječe informacije. Ker novih informacij po definiciji ni mogoče predvideti¹¹, ne moremo predvideti niti sprememb cen.

¹⁰ Poimenovanje izhaja iz slike gibanja cene vrednostnice, ki če izgladimo lokalne min in max, pokaže obliko približne sinusoide.

¹¹ Če bi informacijo lahko predvideli, to ne bi bila nova informacija. Po definiciji je vsaka nova informacija nenapovedljiva in nepričakovana.

Fama (1976) razlikuje tri vrste učinkovitosti, in sicer: *šibko*, *srednjo* in *močno* različico. Razlika med posameznimi vrstami je v pojmovanju dostopnosti informacij.

Po šibki različici hipoteze so v cenah delnic vse informacije, ki izhajajo iz preteklega trgovanja z delnicami. Posledica šibke učinkovitosti trga kapitala je, da uporaba tehnične analize ne more voditi do realiziranja nadpovprečnih donosnosti. S tehnično analizo je mišljeno iskanje ponavljajočih se in predvidljivih vzorcev v gibanju cen delnic, na podlagi katerih bi se realizirale nadpovprečne donosnosti. Čeprav obstajajo taki vzorci, so se jih vsi investitorji naučili izrabit.

Na srednje učinkovitem trgu kapitala cene delnic vsebujejo javno dostopne informacije, se pravi tudi informacije o preteklem gibanju cen delnic, kar je značilno za šibko obliko učinkovitosti. Tako informacije poleg preteklih gibanj cen vključujejo podatke o proizvodnih programih, kakovosti managementa, informacijah iz finančnih izkazov, pričakovanem poslovanju, pričakovanih dobičkih itd. Na podlagi temeljne analize na srednje učinkovitem trgu kapitala ni mogoče realizirati nadpovprečnih dobičkov. Temeljna analiza uporablja podatke o pričakovanih dobičkih in dividendah podjetij, pričakovanih obrestnih merah in ocenah tveganosti podjetij z namenom določanja pravilne cene delnic.

Pri močni obliki učinkovitosti trga kapitala pa cene izražajo vse pomembne informacije, torej tudi notranje informacije. Trgi zelo verjetno niso zelo učinkoviti. Najboljši dokaz za to so ljudje, kot sta Boesky in Milken, ki sta trgovala na podlagi notranjih informacij, zaslužila velikansko vsoto denarja in na koncu šla v zapor, ker je tako trgovanje zakonsko prepovedano. Pri močni obliki učinkovitosti trga kapitala pa je ravno nasprotno: na trgu ni možno realizirati nadpovprečnih donosnosti niti s trgovanjem na podlagi notranjih informacij.

Delitev na šibko, srednje močno in močno obliko učinkovitosti se je uveljavila, ker omogoča enostavno preverjanje hipoteze učinkovitih trgov za omenjene vrste informacij. Njena slabost pa je, da določeno obliko učinkovitosti opazovanega trga le v celoti potrdi ali ovrže. Dejansko je trg lahko bolj ali manj učinkovit. Z vidika udeležencev na trgu bi se bilo bolj smiselno vprašati, kako trg nanje deluje.

Mnogo nerazumevanja med zagovorniki in nasprotniki prepričanja o učinkovitosti trgov izhaja iz preozkega gledanja nanjo, saj učinkovitost trgov v celoti sprejemajo ali pa zavračajo. Smiselno bi bil drug način obravnavanja učinkovitosti. Namesto ugotavljanja, ali je trg učinkovit ali ne, naj bi raje preučevali, koliko je učinkovit.

Pri tem nas zanima, koliko tržno oblikovanje cen vrednostnih papirjev omogoča navadnemu investitorju z uporabo javnih informacij in storitev poklicnih analitikov doseganje nadpovprečnih donosnosti. Stopnjo učinkovitosti definiramo z zmožnostjo investitorja, da z uporabo javno dostopnih informacij identificira vrednostne papirje z neustrezno ceno (najde neučinkovitosti) in tako doseže nadpovprečne donosnosti. Stopnje učinkovitosti trga predstavljamo z lestvico:

Tabela 1: Stopnje učinkovitosti trga kapitala

1	2	3	4
Popolnoma učinkovit trg	Operativno učinkovit trg	Zmerno neučinkovit trg	Skrajno neučinkovit trg
Nadpovprečnih donosnosti niso posobni dosegati niti	Neučinkovitosti lahko izkorišča samo peščica izvedencev, drugim so	Neučinkovitosti odkrivajo poklicni analitiki, preko njih jih	Neučinkovitosti lahko odkrivajo in izkoriščajo tudi navadni investitorji.

izvedenci.	nedosegljive.	lahko izkoriščajo tudi navadni investitorji.	tudi navadni investitorji.
------------	---------------	--	----------------------------

Vir: Auer et al., 2000.

Empirični podatki o ugotovljenih odstopanjih in anomalijah od popolne učinkovitosti v skladu s hipotezo učinkovitih trgov nakazujejo, da je učinkovitost razvitih trgov na lestvici nekje med 1 in 2. Za razvite kapitalske trge velja, da:

- je trg hiter in razmeroma zanesljiv pri upoštevanju temeljnih ekonomskih informacij;
- je doseganje nadpovprečnih donosnosti omejeno le na razmeroma majhno število zelo usposobljenih analitikov (izjema so insiderji);
- za večino investorjev ni ekonomsko smiselno vlagati truda v iskanje precenjenih ali podcenjenih vrednostnih papirjev.

Seveda pa imajo te ugotovitve tudi praktične posledice za investitorje. Zmožnost investorjev, da vlagajo v delnice, katerih vrednost se bo povečala, je odvisna od stopnje učinkovitosti trga. Učinkovitost lahko gledamo z vidika nepristranske igre (fair game). Glede na vrsto informacij, ki jih investor uporablja za izbiranje vrednostnih papirjev, vstopa investor na učinkovitem trgu v nepristransko igro – v povprečju lahko pričakuje le donosnost, ustrezno tveganju, ki ga nosi. Donosnosti, večje od te, dolgoročno ne more dosegati. Seveda po hipotezi učinkovitih trgov ne pomeni, da investitorji ne morejo biti boljši od trga in veliko zaslužiti. Pomeni le, da tega ne morejo pričakovati na dolgi rok. Na dolgi rok lahko, v skladu s konceptom, pričakujejo obdobja izjemnih dobičkov in obdobja izgub, dolgoročno pa doseganje povprečne tržne donosnosti. Iz povedanega lahko sklepamo, da je iskanje nadpovprečnih donosnosti na učinkovitem trgu izguba časa. To še posebej velja za male investitorje, za katere so stroški transakcij relativno visoki. Posameznemu investitorju se ne splača ukvarjati z investicijsko analizo. Najboljša rešitev je izbor pasivne strategije, se pravi železnega **kupi in čakaj**. S tem si tudi prihranimo transakcijske stroške nabave in izločanja papirjev v portfelj, ki za malega investitorja predstavljajo opazen strošek.

2. INVESTICIJSKI SKLADI V SVETU IN PRI NAS

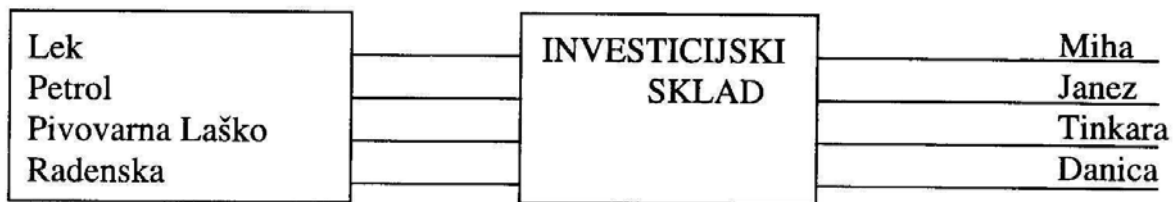
Investicijski skladi so v svoji osnovi stog finančnega premoženja, ki je ustvarjen z namenom maksimiziranja donosa premoženja vlagateljev. Na Sliki 3: Princip delovanja investicijskih skladov vidimo princip, po katerem delujejo investicijski skladi. Princip delovanja je isti pri vseh vrstah skladov in se ne razlikuje glede na obseg sredstev v njem.

Slika 3: Princip delovanja investicijskih skladov

z zbranim denarjem
nakup vrednostnih
papierjev podjetij

nakup vrednostnih
papierjev sklada

denar



Vir: Žnidaršič Kranjc, 1999.

Njihovo uporabnost lahko seveda gledamo z dveh vidikov:

- z zornega kota posameznega investitorja,
- z vidika ustanovitelja.

Z zornega kota posameznega investitorja je sklad idealno orodje za zmanjšanje tveganosti naložbe premoženja, ker ima kar nekaj lastnosti, ki so privlačne:

- diverzifikacijo naložbe, saj deluje kot indeks delnic v aktivih,
- nižji transakcijski stroški, kar je s prejšnjo točko tesno povezano dejstvo. Ob isti diverzifikaciji ima posameznik ob vlaganju v sklad nižje stroške, kot če bi posamič kupil delnice,
- profesionalno vodenje, ki ga sam ne zmore, saj ima za to premalo časa, znanja in informacij, ter, ker se nenazadnje gre za majhno količino kapitala, interesa. Svoj čas pač raje namenja svojemu primarnemu interesu in pusti, da se s tem delom kapitala ukvarjajo drugi,
- likvidnost sredstev, kar pa v primeru nekaterih skladov velja pogojno.

Z vidika ustanovitelja pa je investicijski sklad način povečanja pogajalske moči, vir zaslužka, omogoča pa tudi delovanje s pomočjo finančnega vzvoda.

Skladi dosegajo prihodke na dva načina, z izplačili iz naslova posedovanih vrednostnih papierjev (dividende, obresti) ter s kapitalskimi dobički zaradi porasta vrednosti premoženja na trgu. To je tudi podlaga razvrstitve skladov.

2.1. VRSTE SKLADOV

Sklade lahko delimo glede na njihove razlike v pasivi ali aktivih (Pahor, 2000, str. 89-105). Delitev po aktivih je stvar investicijske politike upraviteljev sklada. Tako poznamo delniške sklade, sklade obveznic, nepremičninske sklade, sklade, ki so opredeljeni z geografsko lokacijo svojih investicij, tehnološke sklade, ki investirajo v določene tehnologije, sklade dragocenih kovin, sklade denarnega trga, indeksne sklade...V grobem lahko rečemo, da se razlikujejo po diverzifikaciji svojih naložb; tisti bolj *splošni* se držijo preverjenih blue-chip naložb, razvita oblika tovrstnih skladov so indeksni skladi, ki s svojo naložbeno politiko sledijo indeksom posameznega borznega trga, *specializirani* pa investirajo v ožje definirana območja in s tem povečujejo pričakovani donos in večajo tveganje.

Če pa jih delimo po pasivi bilance stanja, se skladi v splošnem delijo na:

1. VZAJEMNE SKLADE

2. INVESTICIJSKE DRUŽBE

1. VZAJEMNI SKLADI so odprti skladi, to pomeni, da sta vstop in izstop iz sklada mogoča v vsakem trenutku. Vrednost enote sklada se določa glede na vrsto vrednostnih papirjev, ki sestavljajo portfelj sklada, na splošno pa lahko rečemo, da je določena s sumirano tržno vrednostjo vrednostnih papirjev, razdeljenih na skupno št. enot sklada (NAV-net asset value). Z enotami sklada se ne trguje na sekundarnem trgu, pač pa sklad sam ali preko posrednikov prodaja in odkupuje enote na investitorjevo željo. Investitor lahko kadarkoli zahteva, da mu investicijski sklad odkupi njegov investicijski kupon oziroma kak drug vrednostni papir, v katerem so izražene pravice do sklada.

Velikost bilance se nenehno spreminja, odvisno od vstopov in izstopov iz sklada. Regulatorji trga običajno predpišejo, kakšna je najmanjša dovoljena velikost sklada, in če pade pod to mejo, se sklad dokapitalizira, združi ali likvidira.

2. INVESTICIJSKE DRUŽBE imajo na pasivni strani delnice, torej gre v bistvu za delniško družbo, ki ima na aktivni strani bilance stanja vrednostne papirje. Investitor ne more zahtevati od sklada, da mu odkupi njegov lastniški vrednostni papir, pač pa ga lahko proda na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Vrednost osnovnega kapitala je opredeljena s številom in nominalno vrednostjo izdanih in prodanih delnic v primarni emisiji. Investitor lahko kupi delnice v primarni emisiji ali od drugega investitorja na sekundarnem trgu. Običajno pri delnicah nastane razlika med knjižno (NAV) in tržno vrednostjo delnice, ki jo določa ponudba in povpraševanje.

Najpomembnejša razlika med omenjenima vrstama skladov je v likvidnosti oziroma zmožnosti unovčevanja deležev. Deleže vzajemnega sklada, tako imenovane investicijske kupone, lahko imetnik kadarkoli unovči pri upravitelju sklada oziroma njegovemu zastopniku. Deleže investicijske družbe pa je mogoče prodati na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev, kjer je lahko podvržen likvidnostnim težavam, oziroma diskontu, ki si ga prevzame trg.

Seveda pa obstajajo tudi ostale, ravno tako pomembne razlike, predvsem z vidika upravitelja sklada.

Tako ima vzajemni sklad nestalno velikost bilance, investicijska družba pa določi obseg svojih sredstev pri primarni izdaji vrednostnih papirjev. Tako v vzajemnem skladu investitorji nimajo upravljaljskih pravic, lahko pa uporabijo t.i. volitve z nogami, to je, v trenutku ko mislijo, da jim vodstvo sklada ne zagotavlja več tega kar je obljubilo, oziroma toliko, kot si mislijo, da jim pripada, lahko unovčijo svoje kupone in odidejo drugam.

Pri investicijskih družbah, kjer so investitorji delničarji, je vprašanje upravljanja odvisno od tega, kako je v statutu določena pravica delničarja. Če je lastnik navadnih delnic, ima pravico glasovati na skupščini delničarjev in v primeru svojega nestrinjanja s potezami ravnateljev, le-te odstavi (ali vsaj glasuje za to). Prav tako se lahko investicijske družbe, po zakonodaji nekaterih držav, dodatno financirajo z zadolževanjem. To povečuje tveganje sklada, po drugi strani pa prek finančnega vzvoda povečuje potencialne dobičke vlagateljev.

Pomembna delitev skladov nastane, če gledamo pogostost sprememb njihovega premoženja (tip upravljanja):

- skladi z aktivno politiko investiranja; v njih ravnalci skladov redno menjajo vrste in deleže vrednostnih papirjev sklada;
- skladi s pasivno politiko investiranja; za njih je značilno, da svoje premoženje ohranjajo dalj časa nespremenjeno. Taki so npr. skladi, ki spremljajo nek indeks; pri njih se deleži vrednostnih papirjev ne spreminjajo, spreminja se samo obseg vrednosti sklada v skladu z vstopi in izstopi;
- *Unit investment trust*; so skladi, katerih premoženje je fiksirano in se v času poslovanja sklada ne spreminja. Običajno investirajo v dolžniške vrednostne papirje in ko ti zapadejo, sklad preneha poslovati.

2.2. ZGODOVINA

Pri opisani zgodovini investicijskih skladov bom dal poudarek na sklade tveganega kapitala, kajti ti v svoji osnovi pomenijo precej tvegano investicijo z namenom velikega donosa, to pa je cilj, ki ga bom izpostavil v drugem delu.

2.2.1. Svet, s poudarkom na ZDA¹²

Prvi investicijski skladi so svoje rojstvo doživeli leta 1822 kot zaprti skladi. Tega leta je nizozemski kralj William I. ustanovil prvo investicijsko družbo "Societe Generale des Pays - Bas pour Favoriser L'industrie Nationale." Podan koncept so v veliko večjem obsegu nadalje razvijali Angleži, ki so leta 1868 ustanovili "Foreign and Colonial Government Trust", ki je tako tudi malim investorjem prvič zagotovil manjše tveganje pri investicijah v tuje in kolonialne vrednostne papirje, kar je bilo do tistega časa rezervirano samo za velike delničarje.

Konec osemdesetih let 19. stoletja so prvi investicijski skladi zaprtega tipa nastali tudi v ZDA, v času po državljanski vojni. Tedaj so namreč investicijske družbe iz Britanije in Škotske investirale velike zneske v financiranje ameriškega gospodarstva. Leta 1920 so se prvič pojavili tudi odprti investicijski skladi. Zaprti skladi so ostali prevladujoč tip investicijskih skladov vse do borznega zloma, ki se je zgodil na črni četrtek, 24. oktobra 1929. Po borznem zlomu se je večina investorjev obrnila k odprtim investicijskim skladom, ki so kljub borznemu zlomu zagotavljali rast in visok nivo storitev investorjem, kar jih je povzdignilo na prevladujoč tip investicijskih skladov.¹³ Obrat iz zaprtih v odprte sklade ni bil edina posledica depresije. Borzni zlom je povzročil tudi izdelavo nove ter revizijo stare zakonodaje, da bi se tako odpravile porodne bolečine trgov vrednostih papirjev. Tako je bila v ZDA sprejeta vrsta novih zveznih zakonov, ki naj bi preprečevali goljufije in manipulacije s tečaji vrednostnih papirjev in uzakonili "javno razkritje" vseh pomembnih informacij o vrednostnih papirjih in njihovih izdajateljih.

Tako so po drugi svetovni vojni ti zakoni in močna ekonomija pripomogli k ponovni vzpostavitvi zaupanja v sklade in povečanje njihove popularnosti. Višina sredstev, vloženih v sklade, se je tako povečala iz 2 milijard dolarjev, kolikor je znašala v letu 1946, na 770 milijard dolarjev v letu 1987 in narasla na 7.000 milijard v juliju 2001.

¹² Povzeto večinoma po Aleki Žnidaršič Kranjc, 1999 in Branku Pavlinu, 1995.

¹³ V nadaljevanju govorimo predvsem o razvoju investicijskih skladov v ZDA, saj so bile na tem področju vodilna država, njihove rešitve se pozneje uporabljajo za zgled pri drugih državah.

Tako imenovani tvegani skladi so bili odziv na zahtevo po visoki donosnosti oz. višji kot je tista, ki jo investitor lahko dosega z individualnim vlaganjem v delnice podjetij, ki kotirajo na borzi. S tveganimi skladi je prišlo do ponovnega večanja obsega zaprtih skladov.

Pred letom 1958 je bil namreč tvegani kapital v ZDA glavno gibalno razvoja tehnologije. Prvi pionirji na tem področju so bili v tistem času American Research & Development Co., L.H. Whitney & Co. in Laurence S. Rockefeller. Uspešna vlaganja so ob visokem tveganju pripeljala do visokih donosov. Leta 1958 je s podpisom Small Business Act predsednik ZDA Dwight Eisenhower uzakonil tvegani kapital in na ta način oblikoval znotraj ameriške poslovne administracije tudi investicijske družbe za rizični kapital. V sredini šestdesetih let so investicijski managerji intenzivno zbirali tvegan kapital privatnih investorjev. V letu 1966 so eno izmed prvih večjih družb, ustanovljenih s tveganim kapitalom, t. j. Digital Equipment Corp. usmerili v javno prodajo. Ta devet let stara družba je investorjem zagotovila povprečen letni donos 101% in tako v devetih letih spremenila 70.000 \$ v 37.000.000 \$. V naslednjih letih, od leta 1968 do 1969, je šlo skoraj 1.000 družb v prodajo, kar je ustvarilo pravo evforijo glede vlaganja prihrankov v tvegane naložbe. Kljub ugodnim trendom pa je konec leta 1969 nastopila kriza, ki je trajala sedem let.

Po obdobju zaupanja in vlaganja v tvegane sklade v letih 1958-1968 so investitorji po obratu kapitalnega trga med leti 1968 in 1974 spet izgubili iluzije in zaupanje v sklade ter se od njih odvrnili. V sedemdesetih letih pa so visoka inflacija in obrestne mere ter nestanovitnost trgov vrednostnih papirjev ponovno oživile zanimanje za odprte sklade, še posebno za sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev (money market funds) in sklade občinskih obveznic (municipal bond funds). Le-ti so predstavljali konkurenco komercialnim bankam v obrestnih merah, ki so jih nudili investorjem ter v nujenju možnosti čekovnih računov za male investitorje. Zanimanje za sklade je zelo naraslo, posebej ko so omogočili odpiranje IRA računov (Individual Retirement Account) kot pokojninskih planov za tiste, ki niso bili kriti s pokojninskimi plani podjetij. Interes za odprte sklade se je še povečal leta 1982, ko so lahko račune odpirali vsi zaposleni delavci. Veliko investorjev v odprte sklade je namreč menilo, da so odprti skladi idealni nosilci za te dolgoročne pokojninske račune. Tako so se v obdobju od 1980 do 1984 prodaje skladov kratkoročnih vrednostnih papirjev podvojile, a tudi ostali skladi so močno narasli. Nastali so skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki so bili upravičeni do davčnih olajšav, skladi, specializirani za državne in občinske obveznice, skladi dohodka, skladi opcij in dohodka (ciljajo na visok tekoč dohodek od dividend in opcij), Ginnie Mae skladi, ki vlagajo GNMA (Government Backed Mortgage Securities) in sektorski skladi. Vsa ta gibanja so bila močno spodbujena še z naraščanjem tečajev vrednostnih papirjev, ki se je začelo leta 1982 (Jerše, 1992).

Leta 1973, ko je bilo ustanovljeno Ameriško združenje tveganega kapitala v Chicagu, se je začel nov razmah zaprtih skladov s tveganim kapitalom.

Leta 1974 je dobil tvegani kapital resen, čeprav ne nameravan, udarec s sprejemom pravnih aktov, ki so strožje urejali poslovanje pokojninskih skladov. Posredno je to pomenilo omejitev naložb v tvegane sklade. Višina tveganega kapitala se je po uspešnem začetku v letu 1975 letno povečevala za samo 10 milijard \$.

V letu 1978 je bil sprejet davčni predpis, prvi izmed delov zakonodaje, ki je utrl pot obnovi tveganega kapitala. Znižal je dajatve na kapitalski dobiček iz 49,5% na 28% in tako močno vzpodbudil naložbe v podjetja. Prav tako se je zaključila prodaja sedem

let prej ustanovljenega podjetja Federal Express Corp. in tako oznanila enega od zgodnjih uspehov investicij v tvegane sklade.

Leta 1979 je Ministrstvo za delo razveljavilo predpise, ki so onemogočili vlaganje sredstev v tvegane sklade in opredelilo vlaganje v tvegane sklade kot možno obliko plemenitenja dela sredstev pokojninskih skladov. Na ta način se je ugodno reguliralo naložbe skupaj s sredstvi invalidskih skladov. S tem je omogočilo vlaganje razumnega dela sredstev skladov v visoko tvegane naložbe skladov. Tako se je leta 1980 obnovilo vlaganje kapitala v tvegane sklade. Prav tako sta dve znani zaprti tvegani družbi postali javni (Apple Computer Corp. In Genentech Inc.), s čimer se je dokazovala visoka uspešnost naložb v tvegane sklade.

Leta 1981 je Reaganova vlada s sprejetjem Economic Recovery Tax Act zmanjšala dajatve na kapitalske donose iz 28% na 20% in vzpodbudila ponovni ciklus vlaganja v tvegane sklade. Po objavi tega zakona je ponovno zaživel trg delnic. Več kot 200 družb je postalo javnih in se tako vključilo v borzno trgovanje. Njihov delež na trgu vrednostnih papirjev je predstavljal več kot 10 milijard USD, kar je več kot v dvajsetih letih pred tem. Najuspešnejše družbe, ustanovljene s tveganim kapitalom, ki so bile prodane leta 1983, so družbe kot Biogen, Compaq in Lotus. Kljub uspehom na trgu delnic pa so nekatere družbe prišle na trg prezgodaj in povzročile težave tveganim skladom, saj njihova prodaja ni bila uspešna.

V letu 1986 so bile popolnoma odpravljene dajatve na kapitalski donos tveganih skladov, kar je povzročilo ob ostalih ugodnih pogojih povečanje obsega tvegane kapitala. Leta 1987 je bil dosežen rekorden vložek v tvegane sklade v višini 4,2 milijarde \$. V naslednjih letih se je vlaganje komitentov v te sklade nekoliko znižalo in doseglo v letu 1991 le še tretjino letnih investicij iz leta 1987.

Obdobje od 1991 do 1992 je bilo kritično za področja bančništva, zavarovalnic, pokojninskih skladov in za druge finančne institucije. Za obdobje po zalivski vojni je bilo značilno, da so se naložbe v tvegano industrijo zmanjševale. Vse to je povzročalo manjša vlaganja sredstev v tvegane sklade. Združenje zavarovalništva je pospešeno promoviralo investicije v povezavi z vsemi vrstami zavarovanj. Kot rezultat so nastali pokojninski skladi, kot posebne ustanove in fundacije, ki so postale edine institucije s širokim izborom alternativnih investicijskih programov. V letu 1992, v katerem so potekale predsedniške volitve, je bil uzakonjen Small Business Equity Enhancement Act, ki je drugače urejal razmerja med lastniškim kapitalom in tujimi viri v investicijskih skladih in s tem omogočil ponovno povečevanje tveganih naložb. V letu 1992 se je vlaganje v tvegane sklade glede na leto 1991 podvojilo. Pojavili so se novi veliki tvegani skladi, ki so uspešno pridobivali nova denarna sredstva. Nastali so "Skladi za vsak možen investicijski cilj" in bili ugodno sprejeti s strani potrošnikov, saj so se hitro odzvali na njihove potrebe in jim omogočali tudi fleksibilnost pri investiranju njihovih prihrankov.

Kljub temu, da so pogoste trditve, da zaprti skladi v razvitem svetu niso več razširjeni, pa nam je že kratek zgodovinski prikaz pokazal, da temu ni tako. Interes za zaprte oz. za odprte sklade se je v času spreminjal, kar je razvidno iz Priloge 1, vendar pa sta bili v času vedno prisotni in investitorjem dostopni obe obliki skladov.

Leta 1929 je v ZDA delovalo le 50 takrat sicer še izključno zaprtih skladov z minimalnim kapitalom. Leta 1940 jih je bilo še vedno samo 68 s 300.000 delničarji in 448 milijoni USD kapitala. Danes je v ZDA samo vzajemnih skladov preko 3.000 z 800 milijardami USD kapitala (glej Prilogo 2 in 3). Približno 80 milijard USD je investiranih v zaprte sklade.

Tudi zaprti skladi so tako kot vzajemni skladi doživeli hitro rast obsega naložb v času. Še v sedemdesetih letih so imeli zaprti skladi vrednost neto aktive okrog 8 milijard USD. V osemdesetih letih pa so tudi zaprti skladi doživeli hiter vzpon in imeli vrednost aktive 44 milijard USD. V začetku 90-ih let je nastalo še 118 novih skladov z dodatnim kapitalom 27 milijard USD.

Takšen razmah gre pripisati zlasti prednostim skladov, saj so tudi posameznikom z manjšim premoženjem omogočali postati solastnik podjetij oziroma vlagati v vrednostne papirje, ne da bi se zaradi tega izpostavili velikemu tveganju. Postanejo lahko uspešni investitorji, kljub temu da nimajo znanja o financah. Zanimiv pa je pojav vlaganje institucionalnih investorjev, ki so v času večali investirana sredstva, dokler niso leta 1985 njihova sredstva že dosegla vrednost 168,1 mrd USD, kar je predstavljalo 33,9% vseh sredstev v skladih.

Poleg navedenih prednosti skladov za posameznike in institucionalne investitorje so v sedemdesetih letih na povečanje interesa za sklade začeli vplivati tudi zunanji dejavniki - gibanja na trgu kapitala v ZDA. Trg kapitala je postajal vedno bolj nestanovit. Tako lahko opazimo veliko hitrejše in večje spreminjanje tečajev delnic z močno nestanovitnim gibanjem Dow Jones Industrial Average indeksa delnic. Tudi tuji trg dolžniških vrednostnih papirjev je postajal bolj nestabilen. To je povzročila ekspanzivna ekonomska politika v sedemdesetih letih, ki je vodila do višje inflacije in višjih ter zelo spremenljivih obrestnih mer, nekontroliranih s strani Zveznih rezerv. To pa je hkrati pomenilo tudi močno nihanje tečajev dolžniških vrednostnih papirjev, le da tokrat v obratni smeri. Spremembe v gibanju tečajev so povzročili tudi institucionalni investitorji zaradi cenovnih koncesij za svoje nakupe in prodaje velikih količin vrednostnih papirjev.

Tržni pogoji so tako za posameznike kot za institucionalne investitorje postali vedno težji, saj so se morali odločati v krajšem času, niso pa več mogli uporabljati do tedaj tradicionalnih temeljnih in tehničnih analiz za predvidevanje tržnih gibanj in tečajev vrednostnih papirjev. Težave je še povečala vedno večja izbira različnih finančnih instrumentov in oblik ter virov informacij, kar je povečalo število alternativnih strategij. Finančni trg je postajal vse bolj kompleksen, zato je narasla potreba po profesionalnem ravnatelju z diverzificiranim portfeljem in znano strategijo ter množico stranskih storitev kot rešitev za vedno bolj zapleteno sodelovanje na finančnem trgu. Odgovor na vse te zahteve pa predstavlja investicijski sklad. V relativno kratkem času so investicijski skladi postali četrta najpomembnejša finančna institucija v ZDA, takoj za bankami, hranilno - posojilnimi družbami in zavarovalnicami (Haslem, 1988).

2.2.2. Slovenija

Natančno 170 let po prvem v zgodovini, je prvi investicijski sklad, in sicer Galileo, spoznala Slovenija. To je bil, in še vedno je, odprti sklad. Najprej so odprti investicijski skladi delovali popolnoma zakonsko neregulirano v okviru posameznih borzno posredniških hiš, šele leta 1994 pa so investicijski skladi doživeli sprejem zakona, ki je uredil njihovo poslovanje. Sploh je bil prvi del zgodovine investicijskih skladov v Sloveniji v znamenju borzno posredniške hiše Dadas in poslovnega sistema Dadas, ki sta ustanovila in vodila prve slovenske sklade, kot so bili Rastko, Neli, Herman Celjski in Diver. Njihova zgodba pa se je končala tragično in s svojim propadom vnesla v Slovenijo veliko nezaupanje v institut investicijskega sklada. Sam propad je bil posledica pomanjkljive regulacije področja, pomanjkanja vrednostnih papirjev na borzi kot posledica zavlačevanja privatizacije ter namernih manipulacij z

vrednostnimi papirji znotraj sistema Dadas. Pri teh manipulacijah je šlo predvsem za preprodajo vrednostnih papirjev znotraj skupine po vedno višjih cenah, s čimer so povzročili rast cen delnic, znano kot cenovna spirala. V tistih dneh do marca 1996, ko jim je bila izrečena odločba prepovedi poslovanja, je BPH Dadas imela v posameznih obdobjih tudi več kot 90% opravljenega prometa. Če se sedaj ozremo nazaj, lahko rečemo, da bi je prišlo na trg preveč kapitala prezgodaj, magnet so predstavljale napihnjene delnice, do tako katastrofalnih posledic pa je prišlo tudi zaradi napačnih reagiranja s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, kot regulatorja trga. Če bi omogočili investiranje sredstev na tujih kapitalskih trgih, ali to celo zahtevali, ne pa omejili premoženje v upravljanju posameznega DZU (družbe za upravljanje), bi do tako katastrofalnih posledic ne prišlo. Vendar je po bitki lahko biti general.

Na tem mestu je potrebno omeniti, da se je inštrument investicijskega sklada na veliko uporabljal v deželah nekdanjega državno-planskega gospodarstva v procesu privatizacije. Z njegovo uporabo se je želelo zagotoviti pravično udeležbo najširših (neizobraženih, nezainteresiranih) slojev prebivalstva. Rezultat ni bil v vseh primerih ravno najbolj bleščeč.

2.3. DANAŠNJI ČAS

2.3.1. ZDA

V današnjem času so se v ZDA kot eksemplarični državi razvili raznovrstni skladi za vsakovrstne potrebe. To je povzročilo neverjeten razmah tovrstne industrije: v juliju leta 2001 je bilo v ameriških vzajemnih skladih vloženih 7.000 milijard USD.

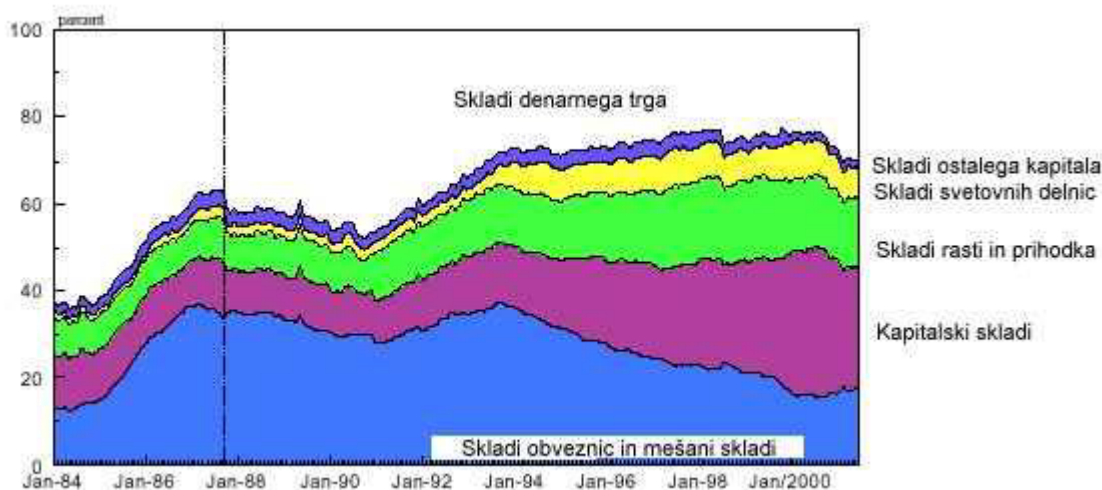
Seveda pa je treba v tem trenutku poudariti dva elementa:

- polom tehnoloških delnic,
- teroristični napad na stavbo WTC v New Yorku.

Oba elementa pomenita močan padec vrednosti borznih indeksov, prvi dogodek je udaril predvsem delnice telekomunikacijskih in računalniških podjetij, drugi pa je udaril predvsem zavarovalnice in letalske prevoznike. Seveda pa v trenutku nastanka tega diplomskega dela ne vemo še, kakšne posledice bo pustilo drugo dejanje; z gotovostjo pa lahko rečemo, da bo pustilo posledice v zaupanju ljudi in verjetno v njihovi volji do trošenja.

Podoba, kot nam jo kaže Slika 4: Delež skladov v ZDA, po vrsti premoženja, se iz odziva investitorjev da razbrati, da sredstva, umaknjena iz delniških skladov, ne romajo nazaj na banke in hranilnice, pač pa jih preusmerijo v tako imenovane *Money Market Funds*, sklade, ki investirajo v kratkoročne vrednostne papirje, njihova vrednost je v juliju znašala 2,1 bilijona USD ali 30% skupne vrednosti sredstev sklada.

Slika 4: Delež skladov v ZDA, po vrsti premoženja



Vir: Federal Reserve Bank of Boston, 2001.

2.3.2. Slovenija

V današnjem času je v Sloveniji 18 vzajemnih skladov s skupno vrednostjo sredstev (vir podatkov: Finance, 24.10.01) 13.041.924.232,45 SIT. Od tega je v največjem in najstarejšem vzajemnem skladu Gelileo 6.054.643.907,10 SIT ali 46% vseh sredstev. Upravitelj tega sklada je Kmečka družba, ki ima v svojih skladih skupaj 63% vrednosti sredstev investicijskih skladov. Zanimivo je, da je danes največji in najdonosnejši sklad nastal v BPH Dadas še davnega leta 1992 in je prišel pod upravo Kmečke družbe po odvzemu licence družbi za upravljanje Proficia Dadas v letu 1996. Tudi drugi največji sklad v Sloveniji, Rastko, ima isto poreklo. Torej lahko investitorji, ki so ostali v skladu in niso slepo zaupali obljubam vodstva Poslovnega sistema Dadas danes služijo kot najboljša reklama za upravičenost vlaganja v vzajemne sklade. Seveda pa je skupna vsota sredstev v vzajemnih skladih, ki znaša 52 mio USD, milo rečeno smešna v primerjavi z vsoto 7 bilionov (10^{12}) USD kolikor so bili vredni skladi v ZDA v avgustu 2001. Celotna vrednost sredstev v Sloveniji doseže vrednost enega podjetja srednje velikosti v razvitih gospodarstvih. Mislim, da je pri taki kapitalizaciji odveč misliti na kakšne velike narodnogospodarske učinke obstoja investicijskih skladov.

Vsi skladi na našem trgu so odprti skladi¹⁴. Nimamo niti ene investicijske družbe, imamo pa zato zakone, ki urejajo njihovo poslovanje in velike količine teoretikov, ki tovrstno snov obvladujejo.

Pozitivni premiki na našem trgu se kažejo z ustanovitvijo skladov tveganega kapitala v okviru finančnih skupin Aktiva in Kmečka družba, ki so že začeli kazati prve pozitivne učinke na realnem področju, to je v lastniškem financiranju zdravih podjetniških zamisli. Tako je Aktiva group investirala v naše največje podjetje s področja razvoja programske opreme Hermes Softlab, Kmečka družba pa je izdatno finančno podprla podjetniške zamisli bratov Jakopin, ki sta vodilna oblikovalca jadrnic na svetu. Če se bo trend lastniškega financiranja in skladov tveganega kapitala razvijala naprej, bomo lahko rekli, da smo se končno izvili iz spon dolžniškega financiranja s strani bank in končno stopili na pravo pot.

¹⁴ Pri tem ne upoštevam PID-ov in iz njih nastalih investicijskih družb, ker je njihov nastanek specifičen, predvsem pa nederen.

3. KAKO SODELOVATI?

Investitor, to je posameznik s presežkom dohodka nad stroški, ima več alternativ, kako priti do kapitalskih donosov.

1. BANČNE VLOGE. Le-te so primerne za ljudi s konzervativnim pogledom na svet in z malo ali nič predznanja ali volje do spoznavanja delovanja kapitalskih trgov. To so ljudje, ki delajo svoj posel, so v njem uspešni, ali vsaj zmerno uspešni in ki se ne zanimajo za širše družbene aspekte. Živijo v svoji specializirani niši, v njej se počutijo dobro in banka jim predstavlja institut, ki se tradicionalno bavi z denarnimi zadevami, nima nikakršnih značilnosti igre na srečo, se pravi, obljublja jim odsotnost tveganja. To so ljudje, ki odklanjajo tveganje. To pa je tudi ponudba klasične bančne vloge; malo ali nikakršno tveganje in temu ustrezen zagotovljen donos.
2. DRŽAVNI DOLŽNIŠKI PAPIRJI. To je opcija, ki je po varnosti že vsaj enakovredna, če ne celo boljša kot bančne vloge. Če pri bankah za izplačilo vlog jamči Agencija za zavarovanje bančnih vlog, potem za državnimi vrednostnimi papirji stoji država. V to kategorijo uvrščam tudi vrednostne papirje, izdane s strani centralne banke. V tem primeru za izplačilo jamči emisijska banka, torej bo do njega prišlo v vsakem primeru, v primeru nestrokovnega vodenja institucije bo pač prišlo kot stranska posledica do inflacije, ampak nominalni dolg bo gotovo poplačan.
3. INVESTICIJSKI SKLADI. O njih je tekla beseda v prejšnjem poglavju, zato naj tu omenim le to, da so podvrženi direktnemu vplivu dogajanja na tržišču in kot taki predstavljajo naslednjo stopnjo pri trade-offu: tveganje – donosnost.
4. NAKUP POSAMIČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV, GRADITEV LASTNEGA PORTFELJA VREDNOSTNIH PAPIRJEV. Pri tem gre za to, da si po lastnem okusu ali ob asistenci profesionalnih udeležencev investicijske igre zgradimo stog vrednostnih papirjev po lastnih preferencah. Pri tem so vrednostni papirji lahko lastniški vrednostni papirji, dolžniški vrednostni papirji ali derivati vrednostnih papirjev, to so razne oblike terminskih pogodb. Za to je potrebno imeti zadostno količino kapitala in časa, pa tudi znanja. V primeru da vse to imamo, to predstavlja idealno rešitev. Odnos med tveganjem in donosom ter stroški je popolnoma prepuščen investitorju in njegovim preferencam.
5. SODELOVANJE V INVESTICIJSKEM KLUBU. To je predmet centralne obravnave mojega diplomskega dela in bo obširneje predstavljeno v poglavju o investicijskem klubu, kjer bo pojasnjen koncept, nastanek, članstvo in delovanje investicijskih klubov.

3.1. INVESTITORJEVI VIRI

Viri, ki se jih lahko posluži individualni investitor, so po svojem nastanku lahko različni. Lahko so enkratni prihodek iz naslova dediščine, darila, nagrade, odkritja dragocenosti v posesti... Najpogostejše pa izvirajo iz prihrankov.

Prihranki kot vir investitorjevega premoženja nastanejo kot razlika med porabo in dohodkom, torej so varčevanje. Odnos do varčevanja se med ljudmi razlikuje, pa tudi med obdobji v življenju istega človeka se spreminja. Odvisen je predvsem od višine prihodkov, kako dolgo že prejemo ta dohodek¹⁵, pričakovanja bodočih prihodkov,

¹⁵ V katerem življenjskem obdobju se nahajamo – teorija življenjskega kroga, ki pravi, da je naše prvo življenjsko obdobje, ki traja od rojstva do prvih nekaj let službe deficitno obdobje. Sledi mu obdobje izravnane proračuna (individualnega ali družinskega), čemur sledi obdobje sufucita, ko več prejemo kot porabimo. Tedaj tudi največ varčujemo in preusmerjamo

stabilnosti oziroma nestabilnosti naših dohodkov, odnosa do varčevanja in gospodarnosti in odnosa okolice do teh vprašanj.

Seveda pa lahko investitor za vir denarja uporabi sposojeni denar. Nekateri investitorji smatrajo to za modro potezo, saj pričakujejo od investiranega denarja večji donos, kot pa so stroški najetja posojila. Računajo na finančni vzvod. Viri posojil so lahko nakup vrednostnega papirja na up¹⁶, short selling¹⁷, komercialna posojila, posojila pridobljena z zastavo¹⁸ in podobno.

Individualni investitor pa lahko tudi, v določenem času in v povezavi z podobno mislečimi, iz svojih prihrankov zgradi investicijski sklad in sicer v tako imenovanem investicijskem klubu, ki ga bom podrobneje predstavil v naslednjem podpoglavju.

3.2. INVESTICIJSKI KLUB

Investicijski klub nastane kot posledica povezovanja ljudi z določenim predznanjem o investicijah na kapitalskih trgih, povezuje pa jih želja po izkoristku možnosti, ki jih vlaganja v kapitalske trge na dolgi rok prinašajo, veselje do investiranja ter določena stopnja nezaupanja v profesionalce z vsakodnevnimi stiki s fluktuacijami na kapitalskem trgu.

Zgodovina investicijskih klubov je starejša od sto let. Prvi znani investicijski klub naj bi v ZDA začel z delovanjem leta 1898 v Teksasu. Prvi sodobni investicijski klub pa je v Detroitu leta 1940, po neuspešnem iskanju ustrezne zaposlitve, ustanovil Frederick C. Russell. Ta klub je postal zgled za celotno sodobno gibanje investicijskih klubov. Že ta prvi klub je postavil investicijsko filozofijo in organizacijsko shemo delovanja klubov. Prvi klub je bil ustanovljen kot orodje za akumulacijo kapitala s strani ustanovitelja, ki je hotel na ta način kupiti manjše podjetje. Po uspehu tega kluba je bila leta 1949 ustanovljena nacionalna zveza investicijskih klubov (NAIC). Temu je leta 1960 sledila ustanovitev Svetovne zveze investicijskih klubov (WFIC). Investicijski klubi so od vsega začetka namenjeni izobraževanju svojih članov in služijo kot orodje za pridobivanje sredstev za premagovanje izjemnih stroškov, ki jih pred posameznika postavi življenje. Zaradi njihovega obstoja je lažji nakup hiše, lažje je omogočiti šolanje otrokom, lažje se je prebiti skozi obdobje upokojitve.

Osnovna investicijska filozofija je izogibanje tveganjem na dolgi rok. Kako to v praksi dosežemo, je pojasnjeno v poglavju 2.1.3., ki govori o obvladovanju tveganja.

Vsak investicijski klub mora imeti poleg investicijske filozofije tudi merljiv, objektivno dosegljiv cilj. Cilju mora biti kvantificiran, le tako lahko ugotovimo, če ga dosežemo ali ne, z nepristransko natančnostjo. Če si npr. postavimo kot cilj doseči boljše rezultate kot najboljši investicijski sklad, se moramo zavedati, da se kot najboljši v posameznem obdobju pojavljajo skladi z različno investicijsko politiko, ki se v določenem obdobju izkazuje kot najboljša, v drugem pa se lahko izkaže za najslabšo. Ustrezen investicijski cilj je npr. podvajanje investiranega premoženja na pet let, kar dosežemo, če nam uspe imeti letno donosnost sredstev 14,9%. V naših razmerah moramo paziti, da pri postavljanju cilja in merjenju rezultatov upoštevamo

sredstva na račun deficitnih osebkov, praviloma potomcev. Ta teorija z naraščanjem stroškov oskrbovanja starejših oseb postaja analitično orodje dvomljive kvalitete.

¹⁶ Pri tem kreditira investitorja njegov borzni posrednik. Le-ta po naročilu kupi vrednosnico, investitor pa nakaže plačilo zanjo šele čez nekaj časa, odvisno od dogovora.

¹⁷ Pri tem postopku špekulant najprej sposojeno delnico proda, ko pa tržna cena pade, jo zopet na trgu kupi in vrne. Podobno je futures pogodbam, le da deluje na kratek rok.

¹⁸ Pri tem lahko gradimo piramido, kar pomeni da zastavljamo že kupljene vrednostne papirje.

inflacijo. Pri stopnji inflacije 10% se realna donosnost precej zmanjša, in sicer na 3,6%¹⁹.

Vsekakor pa ustanovitev investicijskega kluba, kakršenkoli je njegov kvantificiran cilj, temelji na sledečih predpostavkah (Bogle, 1994, str. 302 - 305):

1. INVESTIRANJE NI NITI PRIBLIŽNO TAKO ZAHTEVNO, KOD JE VIDETI

Previden investitor, ki uporablja investicijski sklad kot svoje orodje, uporabljajoč zdravo pamet in brez posebne finančne bistroumnosti, lahko dosega donose profesionalcev. Dobrega investiranje vključuje nekaj pravih odločitev in izogibanje resnim napakam.

2. KO NIČ DRUGEGA NE DELUJE, SE ODLOČAJ NA TEMELJU ENOSTAVNIH DEJSTEV

Ko se pojavijo resne investicijske dileme, imej v glavi, da obstaja neskončna paleta slabših investicijskih možnosti, kot je najosnovnejša: investiraj pol premoženja v delniški indeks, drugo polovico pa v indeks obveznic. Drži to pozicijo celo življenje, s spremembami v nerednih, izjemnih primerih, oziroma spreminjaj jo, ko se osebne okoliščine drastično spremenijo. Occamov zakon²⁰, postavljen 700 let nazaj in od takrat nešteto krat potrjen v realnosti, naj služi kot vodilo: če obstaja več možnih rešitev, je najprimernejša rešitev najenostavnejša.

3. ČAS NENEHNO MINEVA

Časovna komponenta dramatično povečuje vrednost glavnice, zaradi eksponentne narave obrestno-obrestnega računa. Vzemite si čas.

4. BREZ TVEGANJA NI DONOSA

Zaradi eksponentne narave obrestno-obrestnega računa, se spleta poiskati večjo dolgoročno donosnost. Pri tem moramo seveda upoštevati tudi vsa ostala priporočila.

5. NE NOSI VSEH JAJC V ENI KOŠARI

To je osnovno načelo investiranja. Še posebej dolgoročnega investiranja. Z njegovo aplikacijo se izognemo vsem tveganjem, povezanim z performansom posameznega podjetja. Ostane nam tveganje trga, in ostala z posamičnim podjetjem nepovezana tveganja.

6. VEČNI TRIKOTNIK: TVEGANJE, DONOS, STROŠKI

Nikoli se ne sme pozabiti, da so tveganje, donos in stroški vogali večnega trikotnika investiranja. Pri tem to ne pomeni, da je treba nujno izbrati najcenejšo investicijsko možnost. To pomeni, da je treba dobro premisliti, če posamezna investicijska priložnost resnično prinaša s seboj dovolj veliko pričakovano donosnost, oziroma kvaliteto storitve.

7. CENTRIPETALNA MOČ POVPREČJA

V finančnem svetu, je povprečje mogočna sila, ki pritegne donose k sebi. To pomeni, da bo po obdobju zgodovinskih vrhuncev prišlo obdobje ostrih padcev in da bo po obdobju zgodovinsko nizkih vrednosti prišlo obdobje rasti. To tudi pomeni, da se bo donos posameznega sklada, tokom časa, približal donosom ostalih skladov.

¹⁹ Po enačbi: $(1+r_N) = (1+r_R) \times (1+i)$.

²⁰ "Plurality should not be posited without necessity." V prevodu: "Mnogovrstnost naj se ne uporablja po nepotrebnem." V praksi se načelo uporablja kot: pri razlagi uporabi najmanjše možno število elementov. To je načelo, ki je bilo precej uporabljano v srednjeveški filozofiji, zaradi pogoste uporabe se ga povezuje z imenom Williama Ockhamskega (William Occam), cca. 1285-1349, angleškega filozofa in frančiškana.

Konvergenca donosov k povprečju je manifestacija nespremenljivega zakona povprečja, ki, prej ali pozneje prevlada na finančnih trgih.

8. NE POVELIČUJ SVOJE SPOSOBNOSTI IZBIRE NADPOVPREČNEGA DELNIŠKEGA SKLADA, NITI NE PODCENJUJ SVOJE SPOSOBNOSTI IZBIRE NADPOVPREČNEGA SKLADA OBVEZNIC

Pri investicijski izbiri delnic nobena, še tako temeljita analiza preteklosti ne zagotavlja bodočih donosov. Pravilna, ali vsej tako pravilna kot ostale, je torej izbira portfelja, kjer je 85% ali več donosa pojasnjenega z donosom delniškega trga. Ne velja pa ista razlaga za odbiro obveznic. Pri njih je potrebno izbirati tiste, ki prinašajo s seboj komparativno najmanjše stroške, ker le-ti dolgoročno precej vplivajo na donosnost.

9. LAHKO IMATE STABILNO RAST KAPITALA ALI STABILNE PRIHODKE, NI PA MOGOČE IMETI OBOJEGA

Lep primer kontrasta med tema kategorijama je rast delnice Mercatorja, ki ni izplačeval dividend, je pa zato povečal tržno vrednost delnice z 2.000 SIT na 16.000 SIT, in pa na drugi strani državnih obveznic, ki redno izplačujejo kupone, njihova vrednost pa se giblje v odvisnosti od obrestne mere.

10. NE POSVEČAJ PRETIRANE POZORNOSTI "ZMAGOVALCEM IZ ZADNJE VOJNE"

To velja tako za posamezne trge, kot za posamezne vrednostne papirje, če je v prejšnjem obdobju delniški trg padal, obveznice pa so držale vrednost, to še ne pomeni, da bo tudi v prihodnje tako. Prav tako ne pomeni, da bo podjetje, ki je v preteklosti izšlo kot tržni zmagovalec, to bilo tudi v prihodnosti. Če je bila v preteklosti problem velika inflacija, to še ne pomeni, da je to tudi sedaj ali v prihodnosti. Iz preteklosti se učimo, ne smemo pa pozabiti, da se vsi ciklični pojavi nekoč ustavijo, oziroma, da se cikli tudi obrnejo.

11. REDKO, ČE SPLOH KDAJ, VEŠ NEKAJ, KAR TRG NE VE

Če te skrbi ob prihajajočem medvedjem²¹ trendu, ali če si vznemirjen zaradi bikovskega²² trenda, če si v skrbih zaradi vojne ali če te skrbi splošno stanje stvari (svet gre k vragu), se po vsej verjetnosti vse to že odraža na trgu. Finančni trgi odražajo znanje, upanje, strahove, pričakovanja in pohlep vseh investorjev na trgu. Na splošno se je nespametno ravnati po prebliskih, za katere si prepričan, da jih imaš le ti, v resnici pa jih deliš s tisoči drugih.

12. MISLI DOLGOROČNO

Naj te ne zanese v spremembo investicijskega programa zaradi prehodnih nihanj na trgu. Najpogostejše je to "Zgodba, ki jo pripoveduje idiot, polna hrupa in neučakanosti, pomensko ničvredna."²³ Delniški trgi lahko ostanejo podcenjeni ali precenjeni več let. Potrpežljivost in konsistentnost so odlike, ki krasijo inteligentnega investitorja. Najboljše pravilo se glasi: drži smer.

3.2.1. Članstvo v investicijskem klubu

Investicijski klub je primeren za osebe, ki so pripravljene skozi delo pridobiti znanje in imajo nadpovprečno željo za znanjem o delovanju finančnih trgov. Prav tako se morajo zavedati, da se odločajo za vseživljenjski proces.

²¹ Padajoči trend, cene vrednostnih papirjev se nižajo.

²² Naraščajoči trend, cene vrednostnih papirjev se večajo.

²³ William Shakespeare, Macbeth.

Ponavadi je to skupina okrog 15 ljudi, vsaj začetna skupina ljudi so prijatelji ali znanci, ki si zaupajo in smatrajo drug o drugem, da so sposobni že vsaj logičnega mišljenja. To število omogoča, da se delo porazdeli in ne postane obremenitev za posameznika, hkrati pa omogoča neformalnost sestankov ter učinkovitost, kar večje število članov onemogoča. Da ne omenjamo čisto praktičen problem iskanja prostora, ki lahko gosti večje število ljudi.

Lastnosti tipičnega člana investicijskega kluba bi lahko opredelili takole:

1. dolgoročna usmerjenost (investitor in ne špekulant);
2. zaupanje v dolgoročno rast kapitalskih trgov, kar temelji na predpostavki dolgoročne rasti gospodarstva²⁴;
3. pripravljenost za učenje o načinu na katerega delujejo trgi vrednostnih papirjev, osebni interes za spoznavanje delovanja delniškega trga;
4. aktivno zavzemanje za lastno usodo, investicijski skladi so preveč pasivna opcija;
5. sposobnost sprejemanja tveganja;
6. sposobnost kreiranja prihrankov, dohodki presegajo izdatke.

Pri ustanavljanju uspešnega investicijskega kluba moramo biti pozorni na sledeče elemente (O'Hara, Janke, 1998, str. 161-186):

1. Klub mora predstavljati članom možnost prijetnega druženja v enaki meri kot to predstavlja izobraževalno in denar kreirajočo dejavnost. Dejstvo je, da se z ustanovitvijo kluba prične aktivnost, ki lahko traja celo življenje. Če ni sproščenega ozračja, potem stvar ne bo preživela.
2. Pri ustanavljanju je treba paziti, da člani delijo enako filozofijo vlaganja. Če imamo na eni strani člane, ki zagovarjajo aktivno investicijsko politiko, z mnogimi nakupi in prodajami, na drugi strani pa dolgoročno orientirane člane z kupi in čakaj filozofijo investiranja, pride do neizogibnih konfliktov. Pri tem je treba vedeti, da je privlačna moč hitrih dobičkov in naglih odločitev, še posebej za novince na trgu, izredna. Že od samega začetka mora biti vsem jasno, da je politika investicijskega kluba **kupi in čakaj**.
3. Klubu bo najbolj šlo, če bo imel člane, ki se aktivno angažirajo. V realnosti je tako, da se del članstva omeji na to, da prispeva svoj mesečni prispevek in z veseljem prepusti ostalim iskanje perspektivnih nakupov oziroma prodaj. Seveda se s tem ne naučijo ničesar o investiranju. S časom večina članov zgradi lastni sklad vrednostnih papirjev zunaj kluba. Mesečni sestanki so dragocen vir spoznanj za tovrstne člane.

Klub uspešno deluje zato, ker si več ljudi razdeli delo. Raziskave jemljejo čas in če si več ljudi razdeli delo, vsi pridobijo informacije kot rezultat analiz, za katere drugače mogoče ne bi nikoli imeli časa.

Članstvo naj ne vključuje finančnih ekspertov, ljudi ki se profesionalno ukvarjajo z investiranjem, ali ljudi, ki so dolgoročno uspešni investitorji. V primeru njihovega članstva se hitro zgodi, da se preostali člani preveč oprejo na njihovo sodbo in se

²⁴ Seveda pa ni nujno, da zaupanje v rast posameznega trga odraža prepričanje v generalno rast gospodarstva. Primer obratne odvisnosti je trg zlata, kjer cene rastejo, ko se kriza povečuje. Če torej nekdo misli, da gre vse k vrugu, in to pospešeno, naj vlaga v zlato.

praktično kljub večletnemu članstvu ne naučijo ničesar o investiranju. In kar je najpomembnejše, kolektivna sodba skupine razumnih ljudi je lahko mnogo tehtnejša kot mnenje posameznika, ne glede na to, kakšno znanje ali izkušnje poseduje.

Alternativa investicijskim klubom je vlaganje v vzajemne sklade. Ponudba le-teh je precejšnja, pojavlja se tudi izbira specializiranih skladov, to so npr. skladi dolžniških vrednostnih papirjev. Ostali se med seboj razlikujejo predvsem po principih, ki vodijo upravljavce, in pa seveda po poslovni politiki, ki jo vodi matično podjetje, podjetje upravljavec, ki je ustanovitelj sklada. Naložbena politika sklada sledi poslovnim ciljem podjetja-upravljavca. V donosu izražena tovrstna naložbena politika se seveda odraža v pogostih težavah teh skladov, še posebej prvih ptic na naših trgih, kot so bili skladi Proficie Dadas in pa Nikini skladi. Donosnost nekaterih skladov je precejšnja, pri skoraj vseh donosi presegajo donosnost bančnih vlog, ki se izpostavijo kot neresna opcija za doseg prepričljivejših donosov. Ljudje, ki ne želijo vedeti, kaj se z njihovimi prihranki dogaja, dosežejo optimum svojih investicijskih prizadevanj ko se odločijo za vlaganje v tovrstne sklade.

Poudariti pa je treba, da je človek, kot je bilo že omenjeno, osnova vsakega kluba. Če obstaja osebna zainteresiranost investitorja za usodo njegovih sredstev, če hoče vedeti kaj več o stanju gospodarstva in o nosilcih gospodarskega razvoja, če ga vpogled na gospodarsko sliko veseli in je pripravljen za tovrstno spoznavanje sveta nameniti nekaj svojega aktivnega časa, potem je investicijski klub idealna odločitev. Seveda pa mu to ne sme predstavljati pglavitnega interesa, ker je v tem primeru boljša izbira profesionalne poklicne kariere upravljavca skladov posameznikov in podjetij, ki imajo veliko sredstev, ne pa veselja in časa .

Posameznik, ki je najprimernejši kandidat za člana kluba, je posameznik, ki je poklicno angažiran na področju, ki ni neposredno zvezano z upravljanjem premoženja, je v tem dovolj uspešen, da mu ostajajo prihranki, je zainteresiran za svojo prihodnost in ima hkrati dovolj časa, interesa in kot temu pravimo, "žilice" za finančne trge.

Takih posameznikov ni malo. Predvsem bi se jih dalo najti v krogu t.i. mladih profesionalcev, pa seveda tudi v krogih uspešnih podjetnikov, kjer pa je pglavitna zavora strah pred novostjo, pred neznanim, novim, nečem, kar je v njihova življenja prišlo sorazmerno pozno, s seboj pa je pripeljalo toliko novih pravil in konceptov, da jih enostavno instinktivno zavrnejo. To je seveda problem vseh ljudi starejše generacije.

3.2.2. *Nastanek in delovanje*

Investicijski klubi na splošno nastanejo na pobudo ustanoviteljev, ki vedo, da posedujejo premajhen znesek prihrankov, da bi lahko z njimi racionalno operirali na kapitalskem trgu. Stroški transakcij in posredovanja so preveliki, da bi bilo racionalno, da jih nosi ustanovitelj sam.

Na začetku morajo ustanovitelji zbrati začetni kapital, ki jim omogoča pokritje stroškov ustanovitve kluba (pravni, bančni in povezani stroški), odpiranje transakcijskega računa pri pooblaščenem borznem posredniku, pokritje nakupnih provizij ter nakup določenega števila vrednostnih papirjev, po možnosti vsaj treh različnih, kar omogoča diverzifikacijo že s pričetkom aktivnega udejstvovanja na kapitalskem trgu.

Začetni kapital se lahko zbere z enkratnim vložkom, lahko pa se tudi zbira na posebnem računu več mesecev, odvisno od razpoložljivih sredstev oz. sposobnosti kreiranja prihrankov ustanoviteljev. Naknadno se ponavadi sprejemajo mesečna vplačila udeležencev, se seštejejo in skupno vložijo ter s tem zmanjšajo stroške investiranja. Določanje vrednosti vložka posameznega investitorja je sorazmerno enostavno: pripadajoči delež seštevka tržne vrednosti naložb je enak deležu v kapitalu sklada.

Izhod iz kluba je rešen s pravilnikom, prav pa je, da se zavzame dolgoročni pogled na stvar; to je, minimalni rok participacije je 10 let. Brez dolgoročnosti usmeritve ni mogoče dosegati stabilne rasti, ki nastopi šele, ko se odpravi posledice volatilnosti, ki se pojavlja na kratki rok, oz. v določenih trenutkih.

Pravna urejenost tovrstnih združb je lahko različna. V ZDA npr. prevladuje t.i. partnerstvo, kar bi v našem pravnem sistemu lahko šteli za družbo z neomejeno odgovornostjo, če bi potegnili paralelo po organiziranosti odvetniških družb. Na splošno pa lahko rečemo, da mora pravna oblika omogočati odgovornost udeležencev s kapitalskim vložkom, svoboden vstop in izstop družbenikov, poenostavljene procedure, veliko interno svobodo organizacije, ter sposobnost reprezentacije napram tretjim osebam, kot je na primer država z njeno davčno upravo.

Po mojem osebnem mnenju je v naši zakonodaji najprimernejša oblika pravne osebe zadruga brez odgovornosti (z.b.o.). Le-ta omogoča vse prej opisane prednosti, in kljub zavajajočemu nazivu pomeni, da sodelujoči odgovarjajo za poslovanje z višino svojega vložka (in ne da so brez odgovornosti), ki ga lahko glede na sprejeta interna pravila poljubno povečujejo ali zmanjšujejo.

Investicijski klub je v svoji idealni obliki alternativa pokojninskemu skladu, ker v bistvu počne isto stvar; redno zbira in vlaga prihranke svojih članov. Pri tem je pomembno vedeti, da je glavna odlika kluba dovolj velika majhnost, da lahko posameznik aktivno sodeluje v njegovi naložbeni politiki, administrativna nezahtevnost, kajti administracija je zaradi učinkovitosti in transparentnosti zvedena na minimum ter občutek pripadnosti.

Za primer povejmo, da je prihodnja vrednost osebnega sklada, ki prinaša 15% letno donosnost vloženih sredstev, pri čemer velja načelo reinvestiranja donosa in je varčevalna doba 10 let pri rednem mesečnem vplačilu 100 DEM²⁵ enaka 27.865,73 DEM, kar je za 15.865,73 DEM oziroma 132% več, kot če bi ta denar preprosto seštevati.

Če pa imamo mesečni vložek 200 DEM, je vrednost osebnega sklada enaka 55.731,45 DEM.

Če pomislimo, da mora človek pred pokojnino delati že vsaj 30 let, potem lahko ugotovimo, da posameznik po 30 letih sodelovanja s 100 DEM mesečno poseduje kar 700.982,06 DEM v trenutku, ko začne uživati privarčevano (pri vložku 200 DEM mesečno je to 1.401.964,12 DEM sredstev na razpolago)!

Če upoštevamo trenutno ponudbo pokojninskih družb, ki zagotavljajo 40% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom (minimalna zajamčena donosnost), kar prinese donosnost v intervalu 4-5% na letni ravni, je to manj kot stopnja inflacije, ki letos v tekočem letu oktobra znaša 7,8%, kar

²⁵ V nadaljnji razlagi bom uporabljal DEM kot v naših krajih priljubljeno mero hranilca vrednosti.

pomeni, da naši prihranki realno zgubljajo vrednost. Privlačnost investicijskega kluba je ob tem vedenju toliko večja.

Investicijski klubi, za razliko od vzajemnih skladov, nimajo interesov, ki bi bili različni, deljeni od interesov ustanoviteljev.

Zato tudi konec investicijskih klubov časovno sovpada s koncem interesa ustanoviteljev. Ta konec lahko razumemo kot fizični konec, to je smrt, kot poklicni konec, to je trenutek upokojitve, ali pa je to konec interesa za tovrstno početje. To lahko nastopi ob večjih preobratih v pogledu na svet oziroma radikalni spremembi življenjskega sloga (spreobrnitev v določene skrajne, materializmu nasprotujoče duševne prakse, preselitev v odročne kraje, unovčenje pridobljenega za izpolnitev življenjskega projekta).

Skratka, investicijski klub je podaljšek svojih ustanoviteljev, nima lastne osebnosti, pa četudi je lahko ustanovljen kot pravna oseba. Zato je dosti bolj razumljiv, če ga opazujemo kot interesno združenje ustanoviteljev. Ko ustanoviteljev ni več, tudi njihovih interesov ni, pa tudi ne obstajajo interesi, ki bi bili ločeni od interesov ustanoviteljev.

3.3. SVETOVNO ZDRUŽENJE INVESTICIJSKIH KLUBOV

Po pričakovanjih je največ investicijskih klubov v Ameriki. To je posledica sistema, ki zahteva, da se vsak pobriga zase. Šole niso brezplačne, prav tako je zdravstvo zelo drago. Kot posledica tega so se zelo hitro razvile delujoče oblike klubov, ki služijo kot orodje za kreiranje denarja, potrebnega za izjemne priložnosti. V ZDA so investicijski klubi in njihova združenja, ki so včlanjena v krovno nacionalno organizacijo NAIC (National Association of Investors Corporation), v vseh državah, vključujoč Aljasko. Prisotni so v vseh večjih mestih in tudi na bolj ruralnih površinah, kjer pokrivajo večji teritorij, to pa je tudi edina razlika med njimi in velemestnimi različicami.

Ker so se izkazali za učinkovite, so hitro dobili posnemovalce. Tako se je že v letu 1960 v Londonu ustanovila svetovna federacija nacionalnih združenj investicijskih klubov (WFIC – World Federation of Investors Corporation). V njej so bile včlanjene nacionalne zveze iz ZDA, Velike Britanije, Nizozemske in Nove Zelandije. V današnjem trenutku so članice nacionalne zveze iz 22 držav, med njimi tudi dve iz bivših socialističnih držav, Poljske in Češke. Lahko trdimo, da obstajajo investicijski klubi povsod tam, kjer obstaja zrela oblika kapitalizma.

WFIC je leta 1996 ustanovila Mednarodni institut za izobraževanje investorjev. Pri tem se je zgledovala po ameriški NAIC, ki je Institut za izobraževanje investorjev ustanovila že leta 1961. Sploh so nacionalne in mednarodne zveze investicijskih klubov namenjene v prvi vrsti izobraževanju in promociji delničarstva med prebivalstvom. To je razvidno iz osnovnega dokumenta WFIC, tako imenovane *Magne Carte*, ki služi kot osnovni dokument na katerem temelji delovanje organizacije.

V njej se zavzema za naslednje (WFIC, 2001):

1. Zavarovanje pravic dela in privatne lastnine, kot osnovnih struktur družbenega ustroja.
2. Produktivski proces je posledica sodelovanja dela in kapitala, ki je nosilec tveganja. Možnost sodelovanja v produktivskem procesu na način sodelovanja v kapitalu kot nosilcu tveganja mora biti dostopna vsem. Ne sme biti diskriminacije med različnimi kategorijami investorjev.

3. Osebnostno lastništvo delnic se mora spodbujati z izobraževanjem in informiranjem. Cilj je, da čimveč ljudi sodeluje pri prevzemanju tveganja in participaciji pri dobičku. Pravice posameznika kot direktnega ali indirektnega investitorja v vrednostne papirje morajo biti varovane.
4. Javna uprava mora težiti k taki politiki, da so zagotovljene polne pravice delničarjev kot nosilcev tveganja, se pravi, da imajo tudi možnost upravljanja in je vzpostavljeno pravo partnerstvo med delničarji in upravo.
5. Pravica do svobodnega prenosa kapitala čez meje mora biti zagotovljena. Ne sme biti diskriminacije tujega kapitala.
6. Nadzorni organi borz morajo krepiti zaupanje investitorjev z zagotavljanjem javne dostopnosti podatkov v podjetniških poročilih in podatkov o transakcijah.
7. Investiranje v vrednostne papirje mora oblast spodbujati z primerno uporabo pravnih sredstev, ker skozi nakup vrednostnih papirjev državljani pripomorejo, pa čeprav z majhnim kapitalom, k kapitalskemu inputu k rastočim podjetjem in s tem h napredku narodnega in svetovnega gospodarstva.

Namen organizacije je torej čim širša udeležba prebivalstva pri lastništvu delnic, zavzema se za "kapitalizem s človeškim obrazom", kjer so dobički velikih korporacij dostopni tudi navadnemu državljanu. Le temu pa skušajo dopovedati, na kakšen način lahko sodeluje in prispeva pri poslovnih uspehih in nadaljnji širitvi uspešnih podjetij.

Pri nas se za podobne izobraževalne cilje zavzema Inštitut za delničarstvo oz. Zavod za raziskavo delničarstva, ki ga poseblja in vodi prof. dr. Gojko Stanič in se udeležuje predvsem v založniški dejavnosti. Pripravljajo tudi številne delavnice, seminarje in strokovne posvete na temo delničarstva, tveganega kapitala in pravne ureditve podjetij. Eden zanimivejših projektov, ki pa še ni doživel širšega odziva, je projekt Prophetes. To je družba, organizirana kot d.d., ki deluje kot sklad tveganega kapitala in vlaga v različne projekte ter zaprta partnerska in družinska podjetja, ki ne kotirajo na borzi in iz katerih se lahko razvijejo potencialne gazele. Trenutno so finančno udeleženi v sedmih projektih angažiranja tveganega kapitala.

II. DEL:

PRAKTIČNA APLIKACIJA KONCEPTA V PRIVATIZACIJSKIH PROCESIH BiH

1. PRIVATIZACIJA V POST-SOCIALISTIČNIH DRŽAVAH

Zaradi prehoda držav, ki so v preteklosti imele socialistično²⁶ urejene družbeno-ekonomske odnose, v kapitalistično urejene lastniške odnose se je teh držav oprijel naziv države v tranziciji.

V praksi se je v vseh prehodih iz državne oziroma v primeru bivše Jugoslavije družbene lastnine v privatno lastnino izkristaliziral sistem mešanice razdelitve premoženja med prebivalstvo in odplačnega pridobivanja večinoma ključnih deležev v podjetjih.

2. PRIVATIZACIJA V REPUBLIKI BiH

2.1. ZGODOVINA DOGAJANJ NA PODROČJU R BiH

Za razumevanje stanja, ki trenutno vlada na območju Republike BiH, njene sedanje politične urejenosti in s tem posledično pristop in urejenost postopkov pri privatizaciji v R BiH, je potrebno vedeti nekaj dejstev o zgodovini poselitve tega področja in o dogajanjih v polpretekli zgodovini (Encyclopaedia Britannica, 2001). Ozemlje R BiH obkroža težko prehodno ozemlje, ki onemogoča hitre premike številčnejših oboroženih sil. Hkrati pa leži na pol poti med Rimom in Istanbulom, nekdanjim Bizancem, kar se je po obdobju velike shizme leta 1054 poznalo po tem, da so svoj vpliv tu križale zahodna, rimska veja krščanstva, znana kot katolicizem, in vzhodna, ortodoksna veja krščanstva, znana kot pravoslavlje. Zaradi tega so se ravno na tem ozemlju že v preteklosti dogajale burne stvari. V drugem valu priselitve Slovanov v 7. stoletju so se na tem področju naselila plemena Srbov in Hrvatov, Hrvatje po predvidevanjih predvsem v osrednji, zahodni in severni del, Srbi pa na ozemlje današnje Hercegovine. Po prihodu Turkov v Hercegovino leta 1388, osvojitvijo srednje Bosne in ustanovitvijo Sarajeva leta 1448 se je začel na tem področju vpliv islama. Drugače kot v drugih zasedenih ozemljih je tu lokalno slovansko prebivalstvo začelo sprejemati islam. To je verjetno posledica razdrobljenosti strukture krščanskih cerkva, kot posledica boja za prevlado med rimskokatoliško, srbsko pravoslavno ter bosansko cerkvijo. Bosanska cerkev je imela

²⁶ Socializem je zelo neopredelljiv pojem. Splošna definicija Enciklopedije Brittanice pravi, da je to "sistem družbene organizacije v kateri sta lastnina in distribucija dohodka stvar družbene kontrole namesto individualne determinacije oziroma tržnih sil". V načinu realizacije družbene kontrole pa se pojavljajo neverjetno velike razlike, vsekakor pa je glavni problem to, da so tudi kontrolorji le individualni ljudje z ogromno močjo, kar nas zopet privede do enakopravnih in bolj enakopravnih.

precejšnjo avtonomijo in jo je Rimskokatoliška cerkev štela za heretično. Podobno kot v deželi svojega nastanka, je tudi tu islam igral vlogo povezovalca več razdrobljenih, med seboj sovražnih krščanskih ločin. Bosna je že od zgodnjih dni otomanske nadvlade uživala poseben položaj konstitutivne province imperija, *eyalet*. Zaradi precejšnje oddaljenosti in statusa mejne province je razvila posebne, le zanjo značilne strukture uprave, v kateri je lokalni *kapetan* imel večino vpliva in je izvajal dejansko vladanje nad ozemljem. Sultanov guverner je celo moral zapustiti Sarajevo in se naseliti v Travniku. Zaradi velikih migracij prebivalstva so otomanski vladarji spodbujali naseljevanje prebivalstva v zahodni, mejni del dežele, tako imenovano Krajino. Tu so se naselili posebej bojeviti ljudje, nekateri tuškega porekla in pa veliko število Vlahov, plemena iz predslovanskega obdobja, ki so bili povečini pripadniki srbske pravoslavne cerkve. Tako se je v zgodovini na ozemlju današnje R BiH ustalila precej nenavadna mešanica prebivalstva, ki se je med seboj ločevalo po veroizpovedi, ta pa je služila kot identifikacijsko sredstvo. Od takrat pa do današnjih dni se v teh krajih prebivalstvo ločuje na katolike, pravoslavce ter muslimane. Ta identifikacijska točka je postala osnova za kulturno in na tem temelju nacionalno delitev, ki je lahko potekala le na tem nivoju, kajti jezik kot običajno sredstvo ločevanja je bil vsem skupen, pa tudi slovansko poreklo si je prebivalstvo delilo.

Struktura prebivalstva se je skozi zgodovino spreminjala. Pogledali bomo podatke, ki so zanimivi za današnji čas.

Prebivalstvo v R BiH je bilo po podatkih iz marca 1992 (podatki, zajeti v zadnjem predvojnem popisu prebivalstva) strukturirano na način, prikazan v Tabeli 2: Prebivalstvo v R BiH, marec 1992.

Tabela 2: Prebivalstvo v R BiH, marec 1992

<i>Bošnjaki</i>	<i>Srbi</i>	<i>Hrvati</i>	<i>Jugoslovani</i>	<i>Skupaj</i>
1.921.000	1.368.000	759.000	347.000	4.396.000

Vir: Panič et al, 1996.

Kot vidimo iz Priloge 4, je bila s 44% prebivalstva prevladujoča etnična skupina Bošnjaki. Ta naziv je prišel v veljavo po razpadu Jugoslavije, pred tem so se ti prebivalci v registru vodili kot Muslimani. Geografsko so bili razporejeni na zahodu države, v Cazinski Krajini, v centru Bosne so bili prevladujoči tudi v vaseh, predvsem pa so predstavljali dominantno mestno prebivalstvo. Srbi so z 31% prebivalstva bili druga najštevilčnejša etnična skupina. Poseljeni so bili v vzhodni Hercegovini, bili pa so prevladujoče ruralno prebivalstvo. Hrvati so s 17% prebivalstva predstavljali tretjo najmočnejšo etnično skupino, naseljeni pa so bili v zahodni Hercegovini.

Kot vidimo v Tabeli 3: Prebivalstvo v R BiH, junij 1995, so številčne ocene o povojni strukturi prebivalstva ter o mrtvih in pogrešanih v medsebojnem neskladju. Dokler ne bo izpeljan popis prebivalstva, ne bo mogoče z gotovostjo trditi, kako je državljanska vojna v letih 1991-1995 spremenila etnično sliko prebivalstva. Če sklepamo po dosegljivih podatkih, ki pa so ocene in ekstrapolacije, potem se razmerja med številom prebivalstva niso opazno spremenila. Spremenila pa se je geografska poselitev prebivalstva.

Tabela 3: Prebivalstvo v R BiH, junij 1995

MRTVI IN POGREŠANI				
<i>Bošnjaki</i>	<i>Srbi</i>	<i>Hrvati</i>	<i>Jugoslovani</i>	<i>Skupaj</i>
181.000	114.000	38.000	19.000	352.000
BEGUNCI IN RAZSELJENI				
540.000	390.000	223.000	98.000	1.251.000
POVOJNA STRUKTURA PREBIVALSTVA				
1.811.000	1.282.000	738.000	340.000	4.171.000

Vir: Panič et al, 1996.

2.2. SEDANJA POLITIČNA UREDITEV

Pri obravnavanju privatizacijskega procesa v R BiH je potrebno upoštevati nekatera politična dejstva, ki izhajajo iz zgodovine BiH in so bila pojasnjena v prejšnjem poglavju. Glavna stvar, na katero moramo računati, je partikularna politična ureditev, ki se je vzpostavila v tej državi in ki zajema pogoje sobivanja treh narodov, to je Srbov, Hrvatov in Bošnjakov.

V Prilogah 4-8 lahko vidimo, kakšna je sedanja etnična slika in politična ureditev R BiH.

Ker v pričujočem delu ni moj glavni namen poglobitev v vprašanje politične ureditve in iskanja odgovora na vprašanje učinkovitosti le-te, bo sledeča razlaga poenostavitev obstoječega stanja.

Republika BiH je samostojna, suverena država, sestavljena iz dveh entitet, in sicer Republike Srbske in Federacije BiH. Federacija BiH je federacija Bošnjakov in Hrvatov. Sestavljena je iz 10 kantonov, ki imajo precejšnjo stopnjo avtonomije, tudi pri proračunu in gospodarskih odločitvah. Skupni organ je republiška vlada in pa predsedništvo, v katerem so predstavniki vseh treh narodov. Politična hierarhija je zaokrožena z OHR (Office of High Representative), to je z Uradom visokega predstavnika mednarodne skupnosti, ki je v bistvu guverner države in ki lahko razveljavi katerikoli zakon, sprejet na nižjem nivoju, ter predstavlja faktor stabilnosti in skrbi za kohezijo v državi. V okviru OHR deluje tudi Urad za ekonomska vprašanja, ki vodi skupino mednarodnih organizacij pri oblikovanju bosanske gospodarske politike (po mandatu PIC²⁷-a leta 1996).

Pomemben skupni dejavnik v R BiH je enotna valuta, Konvertibilna marka (KM). Centralna banka je prevzela sistem valutnega odbora, ki ima naslednje značilnosti:

- bosanska valuta, Konvertibilna marka (KM), je vezana na Nemško marko z razmerjem 1:1, sedaj je hkrati vezana na Euro 1:0,511;
- denar v obtoku ima polno kritje z deviznimi rezervami;
- centralna banka mora vedno menjati KM za DEM (popolna konvertibilnost).

²⁷ Peace Implementation Council (PIC), skupina 55 predstavnikov držav in mednarodnih organizacij, ki sponzorirajo in usmerjajo proces uveljavljanja miru, njena ožja delovna skupina pa tudi kadruje visokega predstavnika.

2.2.1. Privatizacija v R BiH

Za postopek privatizacije je pomembno, da obstajajo agencije za privatizacijo na kantonalnem nivoju ter na nivoju posameznih entitet. Izhajajoč direktno iz Daytonskega sporazuma je tudi dejstvo obstoja t.i. strateških podjetij, to je podjetij s področjem vpliva na ozemlju obeh entitet, ki so uvrščena na poseben seznam in se bodo lastninita posebej. Tovrstna podjetja so podjetja iz področja dejavnosti cest, proizvodnje in distribucije elektrike, proizvodnje orožja ter upravljanja z gozdnimi površinami (glej Prilogo 8).

Skupna vrednost premoženja, ki se lastnini, ni natančno opredeljena. Temu se ne gre čuditi, saj tudi pri nas še vedno obstaja t.i. privatizacijska luknja. Ocene se gibljejo med 30 mrd KM (21 v F BiH in 9 v RS), do ocene, ki jo je dal bosanski ekonomist Dragoljub Stojanov ki je ocenil skupno premoženje na vrednost 11,2 mrd KM. Direktor Agencije za privatizacijo v F BiH Rešad Žutić je ocenil vrednost premoženja v F BiH na 17,3 mrd KM, od tega 7,1 mrd za prodajo na tenderju, 6,4 mrd KM za javni vpis delnic, 3,8 mrd KM pa ostane v državni lasti.

V obeh entitetah obstajajo privatizacijski skladi, ki zbirajo državljske certifikate. V F BiH jih je 10, v RS pa 13. Pri večini od njih nastopajo slovenske DZU kot soustanoviteljice in dobaviteljice know-howa. Skladi so pri lastništvu omejeni na 30%, kar jim onemogoča aktivno upraviteljsko vlogo.

Tako v F BiH kot v RS bodo del prihodkov iz privatizacije prenesli na pokojninski in invalidski sklad. V RS so 55% premoženja namenjenega privatizaciji zamenjali za voucherje, 5% se je preneslo na odškodninski sklad, 10% na pokojninski in invalidski sklad, 30% pa se bo po razpisu prodalo za gotovino ali kupone, ki predstavljajo zamrznjene devizne vloge (Direkcija za privatizacijo RS, 2001). V F BiH pa načrtujejo 20% gotovinskih prihodkov od privatizacije prenesti na pokojninski in invalidski sklad (Agencija za privatizacijo F BiH, 2001).

Privatizacija v R BiH poteka po skupnih načelih, to je razdelitvenem načinu privatizacije za prebivalstvo in s hkratnim iskanjem strateških partnerjev, ki z denarnim ali stvarnim vložkom prevzamejo večinski delež posameznega podjetja. Za iskanje strateških partnerjev je uporabljen način mednarodnega tenderja. Prebivalstvo v posamezni entiteti je dobilo certifikate oz. voucherje, ki so se delili na osnovi pravice do nekdanje družbene lastnine vsem državljanom, hkrati pa sta entiteti preko njih poravnali nekatere pretekle obveznosti (neizplačane plače, pokojnine, druge obveznosti). Dve leti je trajalo, da so privatizacijske agencije pripravile sezname za razdelitev certifikatov. Istočasno so podjetja pripravila programe privatizacij in osnovne bilance podjetij. V Republiki srpski je postopek zaostajal za Federacijo, obstaja pa tudi še nekaj drugih razlik v privatizaciji med entitetama. Pri tem se certifikati oz. vaucherji uporabljajo tudi za lastninjenje ostalega državnega premoženja, kot so stanovanja, oprema, zemljišča itd.

Privatizacija podjetij je razdeljena na Veliko in Malo. Velika obsega delniške družbe, Mala pa manjša podjetja in poslovne prostore ter dele podjetij. V F BiH je proces Velike privatizacije urejen po zgledu Slovenije, vendar z modifikacijami. Tudi programska oprema, ki se uporablja je bila razvita pri nas. Za razliko od Slovenije je urejena centralizirano. Velika privatizacija je razdeljena na tri dele; prvi in drugi val, ki vključujeta normalna podjetja, ter privatizacija v Daytonskem sporazumu opredeljenih strateških podjetij (glej Prilogo 8). Vsak privatizacijski val ima dva kroga. Podjetje je privatizirano v prvem krogu, če vsota vloženih certifikatov leži v intervalu med 80 in 120% nominalne vrednosti podjetja. V nasprotnem primeru se certifikati vrnejo na

enotni račun državljanov, podjetja pa se lastnini v drugem krogu. V drugem krogu lastninjenje uspe, ne glede na razmerje med vloženimi certifikati in nominalno vrednostjo podjetja, ponujeno v certifikatno lastninjenje. V primeru certifikatnega presežka se upošteva sorazmerni del certifikatne vrednosti v skupni vrednosti, presežek pa se vrne na enotni račun. Kako bo z lastninjenjem strateških podjetij še ni odločeno. Po mnenju ekspertne skupine se bo 20% njihove vrednosti razdelilo državljanom. V F BiH se je razdelilo certifikate v protivrednosti 15,6 milijard KM. Ko se je pričela privatizacija malih podjetij, je bilo očitnih več problemov. Najočitnejše je bil proces primarne akumulacije kapitala v rokah majhnega dela premožnega prebivalstva; za nakup podjetja je zadoščalo 35% gotovinskega plačila, preostali del pa se je lahko plačal s privatizacijskimi certifikati. To se lahko zdi komu nepravilno; vendar tudi stanje v najrazvitejši ekonomiji sveta, ZDA, ni kaj dosti drugače. Certifikati so se zaradi pomanjkanja zaupanja državljanov prodajali po precej nižji vrednosti od nominalne. V mali privatizaciji do junija 2001 so prodali 166 manjših in 76 večjih podjetij v skupni vrednosti 817 milijonov KM. V drugem valu privatizacije, ki se je s prvim krogom začel 15.10.01 in traja do 13.11.01, sodelujejo nova podjetja ter podjetja, ki niso bila privatizirana v prvem krogu.

V RS se v privatizaciji malih podjetij te lahko kupi le z gotovino ali s kuponi, ki predstavljajo zamrznjene devizne vloge. Večja podjetja se privatizirajo s pomočjo voucherjev, možen pa je tudi nakup do 30% z gotovino. V RS je bilo skupno namenjenih 53 milijonov voucherjev brez nominalne vrednosti. 28 milijonov je osnovnih voucherjev, do katerih so imeli pravico vsi državljani RS, 23 milijonov pa je "dodatnih" voucherjev, do katerih so imeli pravico borci, člani njihovih družin, invalidi in mobilizirani. Končno število izdanih voucherjev je bilo 49 milijonov. V prvem krogu privatizacije (do 15. marca 2001) so državljani uporabili že 84% izdanih voucherjev, od katerih pa so jih 57% naložili v investicijske sklade. Nominalna vrednost se v procesu privatizacije izračuna relativno glede na število voucherjev, vloženih v podjetja v toku privatizacije. Končno vrednost lastninskega deleža seveda določi na dolgi rok trg (Vajgl, 2001).

Na začetku prvega privatizacijskega vala je bilo v F BiH ponujenih 3 mrd KM kapitala (Agencija za privatizacijo F BiH). Rezultati po koncu drugega kroga prvega privatizacijskega vala pa kažejo, da je bilo v prvem krogu vpisanih 223 mio KM po koncu drugega kroga pa 4.742 mio KM, kar da skupaj slabih 5 mrd KM porabljenih certifikatov.

Vrednost v drugem valu ponujenih podjetij je 450 mio KM. Preostala vrednost je v t.i. strateških podjetjih, ki se bodo lastnila prihodnje leto.

3. INVESTICIJSKI KLUB IN PRIVATIZACIJA V FEDERACIJI BIH

Investicijski klub smo definirali kot pripomoček, s katerim si investitorji pomagajo pri doseganju donosov, ki jim omogočajo izpolnitev nekega življenjskega cilja oziroma prebroditev kriznega obdobja v življenju. V poglavju o investicijskih skladih na splošno je bilo govora o različnih investicijskih politikah investicijskih skladov. Nekateri se specializirajo za posamezna področja vlaganja. Pri tem specializacija lahko poteka glede na izbrani tehnološki sektor, ročnost investicij, vsebino oz. namen razmerja, inkorporiranega v vrednostni papir (dolžniški ali lastniški), ali po drugih

kriterijih. Eden izmed kriterijev je lahko tudi geografska opredelitev investicijske politike sklada. V svetu so tovrstni skladi precej znani. Pri nas nastopata npr. Merrill Lynch Emerging Markets Trust in The Balkan Fund. Pravzaprav lahko ob pogoju, da prevzamemo globalni pogled, rečemo, da je tudi splošni sklad, ki strogo sledi konzervativnim investicijskim načelom geografsko specializiran. Pač na domači trg.

Prav tako je iz prvega dela jasno izpeljan zaključek, da se v normalnih pogojih ali ob pogojih učinkovitega trga ne da ustvarjati ekstra dobičkov. Ti so rezervirani za pogoje povečanega tveganja in nenormalnih pogojev.

Sistem je urejen tako, da v normalnih razmerah vzdržuje status quo. Ekstra dobički se torej lahko dosežejo ob pogojih povečanega tveganja in specializacije. Predvsem pa niso dosegljivi za vsakogar. Za doseganje izjemnega pogoja je potrebno poiskati izjemno situacijo. Taka situacija se je v vzhodnoevropskih državah in tudi v BiH pojavila ob procesu privatizacije.

Spremljanje razvoja dogodkov v vseh državah, kjer se je uvajala privatna lastnina namesto prej obstoječe državne ali družbene lastnine, pokaže koncentracijo premoženja. Ta proces, ki naplavi nekaj izstopajočih posameznikov, je bilo mogoče opazovati v Rusiji, Kitajski, Poljski, Češki, Srbiji, Hrvaški, Sloveniji, mogoče pa ga bo opaziti tudi v BiH. Podobno je bilo tudi na zahodu, pač na področjih, kjer so državni monopoli prehajali v zasebne roke. Seveda pa se premoženje ni nakopičilo samo v rokah ljudi, ki jih poznamo zaradi njihove ekscesnosti. Poleg njih obstaja tudi precejšnje število ljudi, ki so dobro zaslužili, niso pa postali ravno milijonarji, ker za to niso imeli sredstev ali volje. Znali pa so logično razmišljati in ustrezno ukrepati v okolju v katerem so se znašli. Tako je Slovenija država z najvišjim številom lastniških stanovanj glede na število stanovanj na svetu. So torej ljudje, ki so izkoristili priložnost in v centru Ljubljane poceni odkupili stanovanje, komu moralno odgovorni?

Zakaj se zdi R BiH kot država, primerna za vlaganje tveganega kapitala? V BiH se je izoblikovala specifična situacija. V svojem bistvu je ta država protektorat pod mednarodno upravo. Ker se mednarodna uprava dobro zaveda nevarnosti, ki tičijo v državi s tako pisano sestavo, kot je v BiH, in nesposobnosti lokalno razpršene oblasti za postavitve trdne infrastrukture, se trudi pravočasno analizirati dejavnike in ustrezno ukrepati. Privatizacija je mednarodni projekt. Vzpostavitev delujočega sistema bank s koncentracijo lastništva v rokah večjih tujih bančnih skupin tudi. Trenutno največja bančna skupina v R BiH je Raiffeisen Bank, ki ima poslovalnice že v vseh večjih bosanskih mestih, in to v obeh entitetah. Sistemske rešitve so domišljene in v praksi tudi delujejo. Če se ozremo na stanje, kakršno je opisano v ICG Balkan Report N°64, naslovljeno "Why Will No One Invest in Bosnia and Herzegovina?", vidimo, da je poudarek v njem na odpravi plačilnih agencij (obstajale so tri), krepitvi pravnega sistema, racionalizaciji poslovnih pravil, kreaciji učinkovitega bančnega sistema, implementaciji Zakona o carini, sprejetega 11. feb. 1998, vzpostavitvi pristojnosti R BiH nad carino in pospešitvi privatizacije. Vse to je bilo storjeno, razen privatizacije, ki poteka v tem trenutku.

Privatizacija pa je proces, kjer lahko specializirani investicijski sklad s teritorialno usmerjeno politiko, potrpežljivimi investitorji in kančkom sreče doseže nadpovprečni donos. V primeru investicijskega kluba ne gre za stog kapitala, ki bi pomenil opazen dejavnik na trgu. V bistvu ne gre niti za tolikšen stog kapitala, ki bi si lahko privoščil nakup posamičnega podjetja v celoti. To niti ni namen investicijskega kluba. V osnovi investicijski principi ostanejo isti. Zaželena je diverzifikacija in lastništvo majhnega dela več uspešnih podjetij. Pot do tega cilja vodi preko razdelitvene privatizacije.

Certifikati so se prebivalstvu razdelili že davnega leta 1996. Dolga štiri leta prebivalstvo z njimi ni imelo kaj početi. Ker pa so nominirani v KM, se predpostavlja, da imajo za nekoga določeno vrednost. Za razliko od položaja v Sloveniji, je pri njih prenos certifikatov med enotnimi računi možen. Vsak državljan R BiH je dobil svoj enotni certifikatni račun, na katerem ima certifikate, izvirajoče iz različnih naslovov. Nekateri so vojaška plača, drugi so splošne terjatve, tretji so nadomestilo za zamrznjene devizne vloge. Te zadnje je Ustavno sodišče R BiH razveljavilo. Vsi ostali so enakovredno plačilno sredstvo v procesu privatizacije. Lahko jih obravnavamo kot vrednostne papirje z omejeno likvidnostjo in specializirano namembnostjo. Za njih se je vzpostavil trg. Kot vsak trg ima tudi ta male ponudnike in grosiste, trgovce na debelo. Grosisti odkupujejo certifikate od prebivalstva in jih prodajajo zainteresiranim kupcem. Torej gre za pravi, liberalizirani trg, kjer je regulacija prepuščena "nevidni roki trga". Ta proces vodi v koncentracijo premoženja v rokah zainteresiranih. Postopek udeležbe v tej primarni privatizaciji zahteva udeležbo državljana R BiH. Če smo natančni, zaradi specifičnosti politične razdelitve, zahteva udeležbo državljana entitete, kjer ležijo podjetja, za katera smo zainteresirani. Ker je večina uspešnih podjetij v Federaciji BiH, je priporočljiva udeležba državljana Federacije. Z njim klub sklene pogodbo. Nato državljan na OTC trgu kupi certifikate. V privatizacijskih valovih jih nato vloži v primerna podjetja. Ko je postopek privatizacije končan in je postopek izdaje delnic zaključen, se le-te prepišejo na podjetje, ki je v lastništvu kluba. Po vzpostavitvi delujoče borze se počaka na primerni trenutek in se jih proda.

Katera tveganja so prisotna pri tem postopku?

- *Tveganje managementa.* To je vprašanje, ali je bosanski partner zaupanja vredna oseba ali ne. To tveganje obstaja vedno, delno pa se ga reši z ustanovitvijo pravne osebe v lastništvu kluba v F BiH, ki ima nato terjatve do fizične osebe. Ker obe delujeta v istem pravnem sistemu, je morebitna tožba lažja. To je skrajno pesimističen scenarij, na katerega se ne gre zanašati. To tveganje je treba sprejeti.
- *Politično tveganje.* Je tveganje ponovnega izbruha državljanske vojne ali hujših političnih nemirov. To tveganje zmanjšuje mednarodna prisotnost in dejstvo, da je R BiH v bistvu protektorat.
- *Tržno tveganje.* Je tveganje, ali bo obstajalo dovolj veliko povpraševanje po delnicah. To vprašanje se rešuje z vzpostavitvijo delujoče elektronske borze, ki je povezana z ostalimi borzami na tem področju, kot so zagrebška, ljubljanska, budimpeštanska in dunajska. To je načrtovano, saj so delnice že dematerializirane in sam sistem je plod znanja Ljubljanske borze, ki je že vzpostavila podoben skupni trg z zagrebško, planira pa se povezovanje z budimpeštansko in dunajsko. Ker sistemska vprašanja niso v pristojnosti lokalnih oblasti, je realno pričakovati tovrsten razvoj dogodkov. Obstoj povpraševanja po delnicah uspešnih družb je zagotovljen tudi z obstojem velikih zahodnih specializiranih skladov, kot sta že omenjeni The Balkan Fund ali Merrill Lynch Emerging Markets Trust. Ne gre zanemariti prevzemov, konsolidacije in odprodaje, ki se bodo dogajali po analogiji z ostalimi trgi.

Zato pa je dobro vedeti, da ni tveganja obrestne mere, inflacijskega tveganja in tveganja menjalniškega tečaja, saj so ta tveganja odpravljena s sistemom valutnega odbora centralne banke.

Logičen nasvet morebitnemu investitorju v tovrstni investicijski klub je tako lahko samo, da je glede na omenjena tveganja to vsekakor tvegana naložba, ki jo lahko vnovčimo šele v časovnem horizontu treh do petih let, mogoče še dlje. Je pa potencialno zelo donosna, saj se v vsaki državi najde podjetja, ki so rentabilna in stabilna. V primeru BiH so to pivovarne, tobačne tovarne, distributerji zdravil, cementarne, zavarovalnice, svobodne cone, elektrarne, pekarnice ...

V klub torej ne vložimo vsega svojega premoženja, pač pa del, ki smo ga namenili za tvegane naložbe in nam ne predstavlja velike izgube, tudi če se poslovimo od njega. Lahko pa nam prinese čeden donos, še posebej, če upoštevamo, da je tržna cena certifikatov okoli 5% nominalne vrednosti.

SKLEP

Investicijski klubi v Sloveniji še niso znani. Tudi predmet preučevanja do sedaj še niso bili. Ena od možnih razlag za to je po vsej verjetnosti pregovorna slovenska nevoščljivost, ubesedena v pregovoru "Naj sosedu crkne krava". Sodelovanje, skupinsko delo in empatija ob uspehu drugih so za naš nacionalni karakter precejšnje neznanke.

V prihodnosti bo do razvoja družabništva neizogibno prišlo tudi na Slovenskem. V bistvu se investicijski klub bistveno ne razlikuje od drugih družabništev. Razlika je edino v usmeritvi v finančno gospodarstvo namesto v realno, kjer želijo uspeti klasična družabništva.

Tako kot se družabništva na področju realne ekonomije ukvarjajo z najrazličnejšimi stvarmi, lahko tudi investicijski klubi obrnejo svojo pozornost na različne dele finančne ekonomije. Tako kot v realnem delu gospodarstva obstajajo giganti in samostojni podjetniki, tako poznamo tudi na finančnem področju ves spekter velikostnih razredov, od velikanskih vzajemnih skladov do samostojnega nakupa vrednostnega papirja. Investicijski klub ponuja udeležencem to, kar vedno ponuja družabništvo: razbremenitev posameznika, porazdelitev odgovornosti, večjo finančno moč in možnost sinergičnih učinkov zaradi različnosti pogledov na isto stvar.

Ko bo situacija toliko zrela, da bo možen naslednji korak, to je promocija lastništva deležev podjetij in s tem najširša distribucija kapitalskih dobičkov med navadne državljane, bomo lahko trdili, da je lastništvo proizvodnih sredstev postalo družbeno. S tem se bo na paradoksalen način uresničilo to, kar je napovedoval že Marx: družbena lastnina kot logična posledica zrelega kapitalizma. In takrat bo do tega prišlo na pravi, individualen način, skozi privatno lastnino proizvodnega kapitala. Mogoče je to najzanimivejši pogled na dogajanje na razvitih kapitalskih trgih. Tam so največji institucionalni lastniki vzajemni skladi in pokojninske družbe. Ti so pa zopet v lasti velikega dela državljanov. Razen v deželah razdelitvene privatizacije je v ZDA in ostalih državah razvitega kapitalizma velik delež prebivalcev tudi delničarjev, naposredno ali posredno. Največji delež prebivalstva z lastništvom delnic je sicer na Švedskem (ocena: 44%), kjer vlada partnerski odnos med kapitalom in delom. Podobno visok delež je tudi v drugih skandinavskih državah, Danski (24%) in Norveški (21%). Visok delež prebivalstva poseduje delnice tudi v Kanadi, ki je s 37% na drugem mestu. V ZDA poseduje delnice 22% prebivalstva. (WFIC, 2000). Premoženje povprečne ameriške in nasploh zahodne družine ni bilo še nikoli tako

odvisno od dogajanj na borzi, kot je sedaj. Pri tem lahko opazimo zanimiv fenomen: ko nastopi pesimistično vzdušje na delniškem trgu ali pride celo do zloma se kapital ne umakne iz finančnih trgov, pač pa se le prerazporedi v money market sklade. Lahko rečemo, da družbeno premoženje upravljajo izkušeni profesionalci in ne kot se je dogajalo v t.i. realsocialističnih deželah, ko so to nalogo opravljali nesposobni ritolizniški diletanti s pomanjkanjem znanja, volje in sposobnosti produktivno alocirati zaupani kapital. Takšna direktorska struktura je bila posledica kriterijev kadrovske selekcije v deželah centralizirane diktature komunističnih partij. Pri nas se zaradi decentralizirane gospodarske strukture ti pojavi niso razvili do tako patoloških dimenzij kot se je to zgodilo v bivši SZ in nekaterih deželah pod njenim vplivom.

Investicijske klube in združenja investicijskih klubov vidim v dolgoročni perspektivi kot orodja za izobraževanje zainteresirane javnosti in širjenje promocije lastništva skozi delničarstvo.

Na ta način se bo ustvarila široka baza lastnikov, ki pa morajo organizirano pritisniti na oblast, da upošteva tudi pravice manjšinskih lastnikov. Zanimivo je, da lahko združenja investicijskih klubov, kot so se uveljavila v svetu, štejemo za sindikate imetnikov lastniških pravic. Če sprejmemo rahlo drzno predpostavko, da je razvoj kapitalizma pripeljal do stanja, ki ga lahko opišemo s podobnim besednjakom, kot ga je uporabljal Marx, lahko rečemo le: Vse poti vodijo v Rim.

Le da Rim ni v vseh očeh enak.

LITERATURA

1. Amling Frederick: Investments, an Introduction to Analysis & Management, Sixth Edition. Englewood Cliffs, New Jersey, USA: Prentice Hall, 1989. 780 str.
2. Aver Boštjan, Petrič Matjaž, Zupančič Matjaž: Učinkovitost trga kapitala. Dušan Mramor, ed., Trg kapitala v Sloveniji: prikazi analize, mnenja. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
3. Berlin Howard M.: The Informed Investor's Guide to Financial Quotations (Evaluating Stocks, Bonds, Mutual Funds, Futures and Options). Burr Ridge, Illinois, USA: Irwin Professional Publishing, 1994. 232 str.
4. Bogle John C.: Bogle on Mutual Funds or New Perspectives for the Intelligent Investor. Burr Ridge, Illinois, USA: Irwin Professional Publishing, 1994. 320 str.
5. Fama Eugene F.: Foundations of finance : portfolio decisions and securities prices. New York : Basic Books, 1976. 395 str.
6. Haslem John A: The Investor's Guide to Mutual Funds. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall Inc., 1988, 385 str.
7. Hočevar Borut, Petavs Stane, Frankl Peter: Kaj morate vedeti o denarju in borzi, da lahko iz enega tolarja naredite dva. Ljubljana: Gospodarski vestnik, Založba Finance, 1993. 200 str.
8. Jerše Branka: Investicijski skladi v ZDA. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1992. 69 str.
9. Kalan Uroš: Donosnost delnic na ljubljanski borzi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 51 str.
10. Kodrič Sandi: Warren Buffett, staromodni milijarder. Finance, Ljubljana, 2001, 04.04.2001, 15 str.
11. Lavine Alan: Getting Started in Mutual Funds. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994. 216 str.
12. Mayo Herbert: Investments, an Introduction. Orlando, Florida, USA: The Dryden Press, 1994. 793 str.
13. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani, 2000. 191 str.
14. Model privatizacije u Federaciji BiH.
[URL: <http://www.apf.com.ba/model/indexb.htm>], Agencija za privatizacijo Federacije BiH, 21.10.2001.
15. Model privatizacije u Republici Srbski.
[URL: <http://www.rsprivatizacija.com/model>], Direkcija za privatizacijo Republike Srbske, 15.8.2001.
16. National Association of Investors Corporation. [<http://www.better-investing.org/>], NAIC Online, 7.9.2001.
17. O'Hara Thomas E. and Janke Kenneth S., Sr.: Starting and Running a Profitable Investment Club. New York: Three Rivers Press, 1998. 283 str.

18. Pahor Marko: Investicijski skladi. Mramor Dušan ed., Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
19. Panič, Milivoje et al.: Workshop on Reconstruction, Reform and Economic Management in BiH. Dunaj: United Nations Development Programme, 1996, 300 str.
20. Pavlin Branko: Model upravljanja in vodenja investicijskih skladov. Magistrsko delo. Maribor: Univerza v Mariboru, 1995. 147 str.
21. Sadar Davorin: Lep pozdrav iz celice 49. Maribor: Založba Kapital – Neto, 1999. 127 str.
22. Vajgl Uroš: Gospodarska prenova BiH 1995-2000. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 55 str.
23. The WFIC Investors Magna Carta. [<http://www.wfic.org/magnacharta.shtml>], Word Federation of Investors Corporation, 21.10.2001.
24. Why Will No One Invest in Bosnia and Herzegovina?. Sarajevo: International Crisis Group, 1999. 20 str.
25. Zajc Aleš, Pokritje pred finančnimi tveganji. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 57 str.

VIRI

1. Agencija za privatizacijo Federacije Bosne i Hercegovine.
[URL: <http://www.apf.com.ba/>], 21.10.2001
2. Angleško/slovenski slovensko/angleški poslovni slovar. Ljubljana: DZS, 1996, 371 str.
3. Časnik Finance d.o.o. [URL: <http://www.finance-on.net>], 25.10.01
4. Direkcija za privatizacijo Republike Srbije.
[URL: <http://www.rsprivatizacija.com>], 21.10.2001
5. Encyclopædia Britannica. Chicago: Encyclopædia Britannica, Inc., 2001.
6. Indeksi cen življenjskih potrebščin in cen na drobno, Slovenija, Oktober 2001. Ljubljana: Statistični urad RS. [URL: <http://www.gov.si/zrs/podatki/hitri/cene.doc>], 4.11.2001
7. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.ljse.si>], 7.9.2001.
8. Monthly Mutual Fund Report. Federal Reserve Bank of Boston.
[URL: <http://www.bos.frb.org/economic/mmfr/mmfr.htm>], 18.9.2001.
9. Rezultati avkcij obveznic. Ljubljana: Ministrstvo za finance RS.
[URL: <http://www.sigov.si/mf/slov/obvezn/spor.html#rezultati>], 31.10.01
10. Slovensko/angleški angleško/slovenski slovar poslovnofinančnih izrazov. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999, 116 str.
11. Slovar slovenskega knjižnega jezika, CD ROM. Ljubljana: DZS, 2000, 200.029 str.

12. Temeljna obrestna mera (TOM). Ljubljana: Banka Slovenije.
[URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/temeljna_zamudna.html], 31.10.01
13. Trg kapitala v Federaciji BiH. Interno gradivo Vlade Federacije BiH, 2000. 30 str.
14. Zakon o zadrugah (Uradni list RS št. 13-675/92, 7-291/93).

SLOVAR V DIPLOMI UPORABLJENIH IZRAZOV

Blue-chip	Varne naložbe, prvorazredni vrednostni papirji
Console	Obveznica brez dospelja
Dollar cost averaging	Izenačevanje denarnega stroška
Educated guess	Strokovno ugibanje; ocena, ki jo postavi strokovnjak
Fair game	Nepristranska igra
Forward pogodba	Terminska pogodba
Futures	Standardizirana finančna terminska pogodba
Growth stock	Vrednostnica z pričakovano rastjo
Know-how	Znanje, obvladovanje procesov
Money Market Funds	Skladi denarnega trga, kratkoročnih vrednostnih papirjev
Management	Uprava, ravnatelj
Perpetuity	Večni donos, renta
Security	Vrednostnica
Short-selling	Nepokrita prodaja oz. prodaja na prazno, prodaja vrednostnega papirja, ki ga šele pozneje kupimo
Status quo	Dosedanje, obstoječe stanje
Timing	Tajming, optimizacija nastopa dogodka v času
Trade-off	Zamenjava, kompenzacija označuje nezmožnost izpolnitve dveh opcij hkrati, nujna izbira
Voucher	Certifikat, vrednostni papir, ki je dokazilo terjatve do državnega premoženja v procesu privatizacije
Zero coupon bond ali pure discount bond	Brezobrestna obveznica, menica

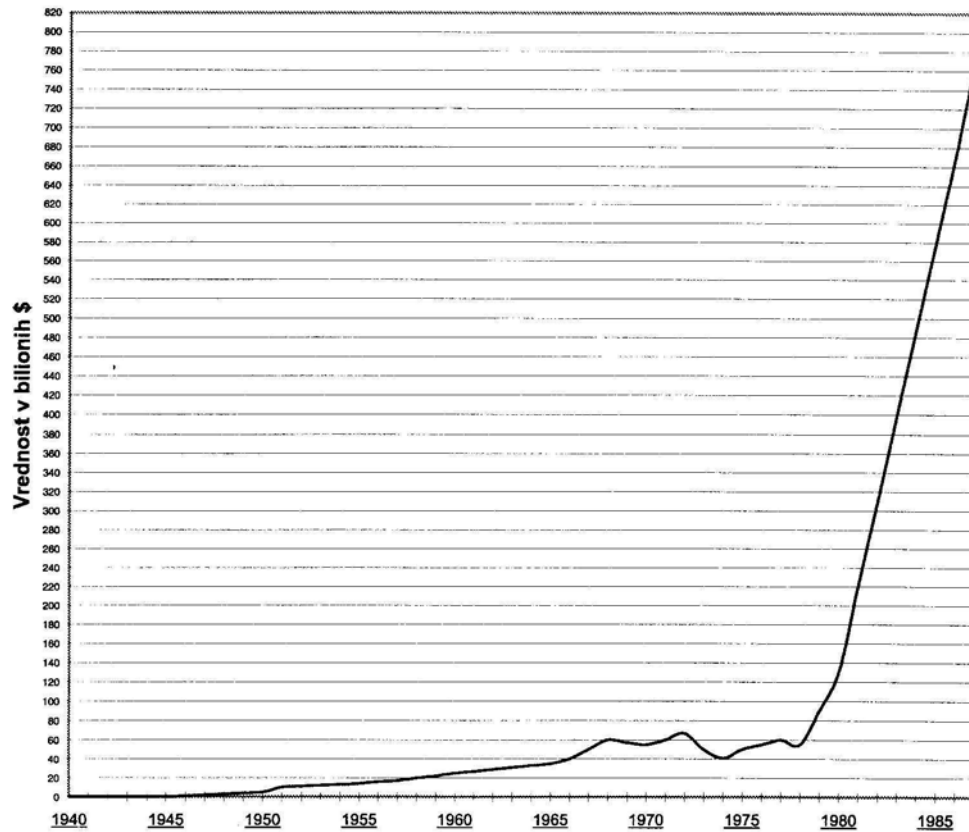
PRILOGE

SEZNAM PRILOG:

Priloga 1: Rast aktive skladov od leta 1940 do 1987	2
Priloga 2: Rast števila skladov od leta 1950 do 1991.....	3
Priloga 3: Politična karta Bosne in Hercegovine.....	4
Priloga 4: Struktura prebivalstva v letu 1992.....	5
Priloga 5: Mrtvi in pogrešani.....	6
Priloga 6: Begunci in razseljeni.....	7
Priloga 7: Struktura prebivalstva 1995.....	8
Priloga 8: Politična razdelitev Republike Bosne in Hercegovine.....	9
Priloga 9: Etnična porazdelitev v Republiki Bosna in Hercegovina.....	10
Priloga 10:	
Seznam strateških podjetij pri Veliki privatizaciji v Federaciji BiH.....	11

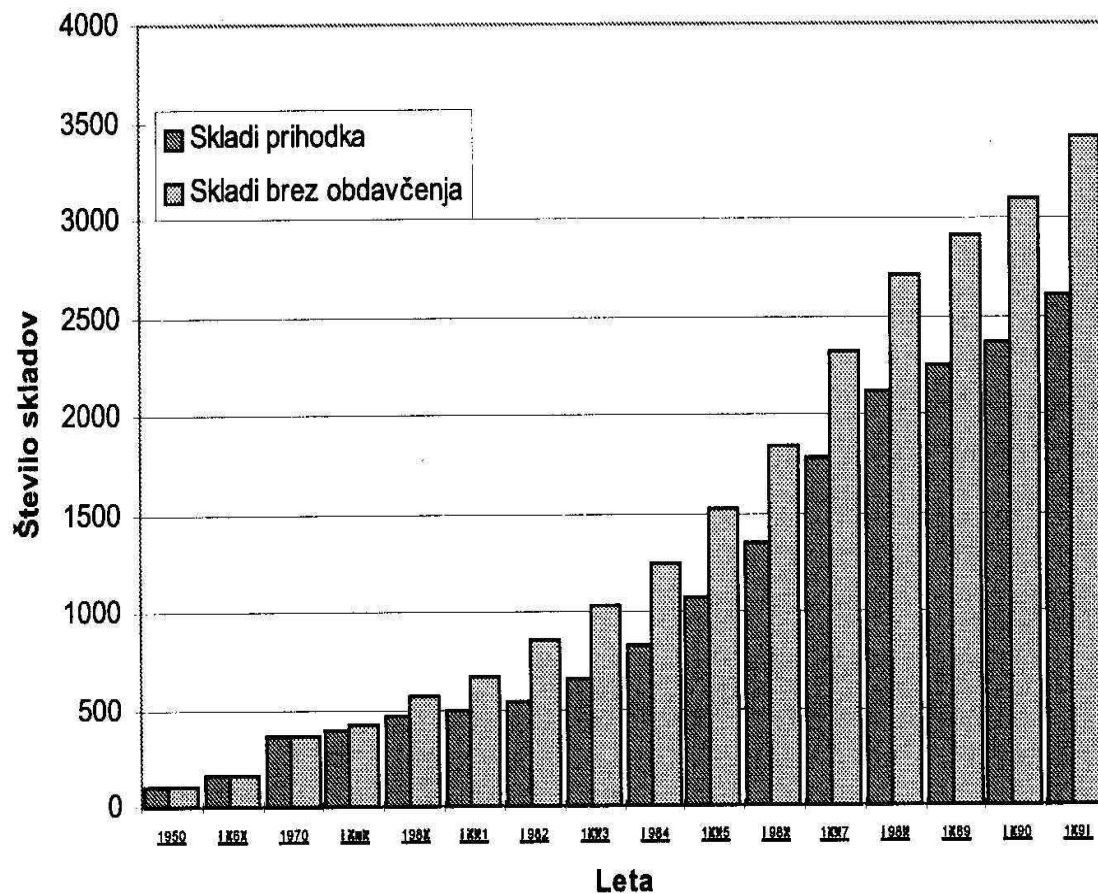
Priloga 1: Rast aktive skladov od leta 1940 do 1987

Vrednost v milijardah USD



Vir: Donald D. Rugg, *New Strategies For Mutual Fund Investing*, 1989, str. 24

Priloga 2: Rast števila skladov od leta 1950 do 1991



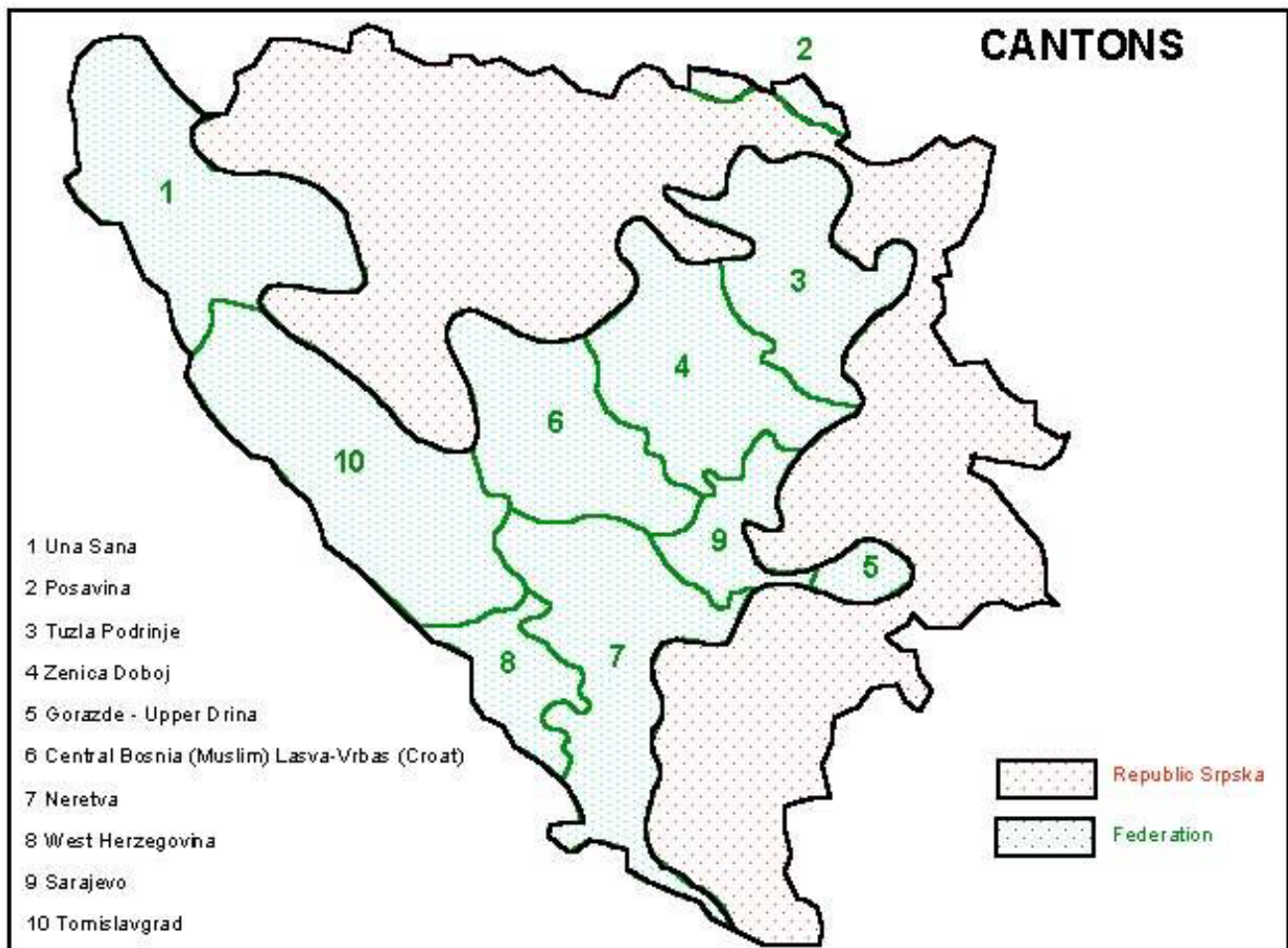
Vir: Alan Lavine, *Getting Started in Mutual Funds*, 1994, str. 4

Priloga 3: Politična karta Bosne in Hercegovine



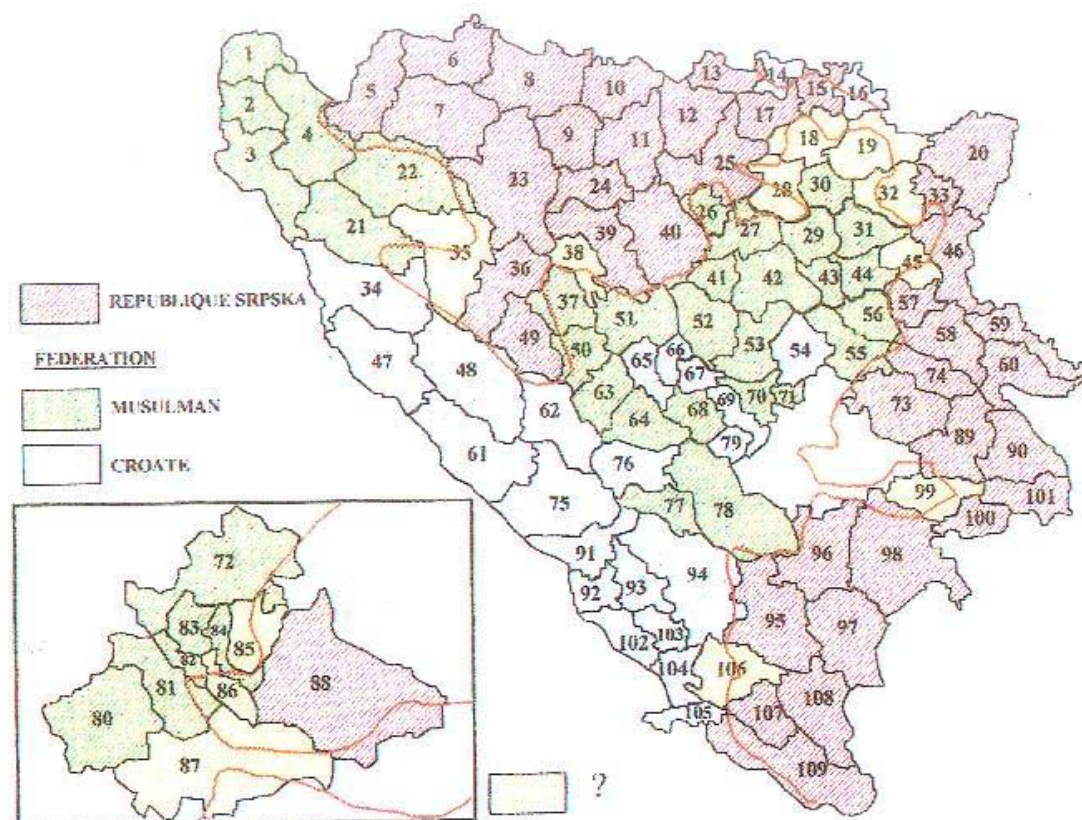
Vir: *Economic Reconstruction and Development in South East Europe*,
[URL:<http://www.seerecon.org/Bosnia/BosniaMap.htm>], 2001

Priloga 8: Politična razdelitev Republike Bosne in Hercegovine



Vir: Organisation for Security and Co-operation in Europe (OSCE),
[URL: <http://www.bramley.demon.co.uk/observers/bosnia/osce.html>], 2001

Priloga 9: Etnična porazdelitev v Republiki Bosna in Hercegovina



Vir: Organisation for Security and Co-operation in Europe (OSCE),
 [URL: <http://www.bramley.demon.co.uk/observers/bosnia/osce.html>], 2001

Priloga 10: Seznam strateških podjetij pri Veliki privatizaciji v Federaciji BiH

Na osnovu člana 3. stav 2. Zakona o privatizaciji preduzeća ("Službene novine Federacije BiH", broj 27/97) Parlament Federacije Bosne i Hercegovine, na sjednici Predstavničkog doma od 24. avgusta 1998. i sjednici Doma naroda od 19. avgusta 1998. godine, donio je

ODLUKU

O LISTI PREDUZEĆA IZ OBLASTI ELEKTROPRIVREDE, PROMETA I VEZA (OSIM CESTOVNOG PRIJEVOZA), VODOPRIVREDE, EKSPLOATACIJE RUDA I ŠUMA, JAVNOG INFORMISANJA, IGARA NA SREĆU I INDUSTRIJE NAORUŽANJA I VOJNE OPREME

I

Utvrđuje se lista preduzeća za čiju privatizaciju je nadležna Agencija za privatizaciju u Federaciji Bosne i Hercegovine, a iz oblasti elektroprivrede, prometa i veza (osim cestovnog prijevoza), vodoprivrede, eksploatacije ruda i šuma, javnog informisanja, igara na sreću i industrije naoružanaj i vojne opreme.

II

Preduzeća koja obavljaju djelatnosti iz tačke I ove odluke su:

Rb	N a z i v	Općina naziv
ELEKTROPRIVREDA		
1.	JP ELEKTROPRIVREDA HZ HB, Mostar	Mostar
2.	JP ELEKTROPRIVREDA BiH, Sarajevo	Sarajevo
EKSPLOATACIJA RUDA I ŠUMA		
3.	RUDNIK MRKOG UGLJA "KAMENGRAD"	Sanski Most
4.	RUDNIK MRKOG UGLJA "ABID LOLIĆ" BILA P.O.	Travnik
5.	RUDNIK MRKOG UGLJA "MOSTAR" MOSTAR	Mostar
6.	"TUŠNICA" RUDNICI UGLJENA	Livno
7.	RUDNIK UGLJA TOMISLAV GRAD	Tomislav Grad
8.	"RUDNICI UGLJA – TUZLA" U TUZLI	Tuzla
9.	"RUDNICI UGLJA – SREDNJA BOSNA" KAKANJ	Kakanj
10.	RUDNIK UGLJA "GRAČANICA" GORNJI VAKUF	Gornji Vakuf
11.	TRESET "ZDRALOVAC" BOSANSKO GRAHOVO	Bosansko Grahovo
12.	RUDNIK ŽELJEZNE RUDE, D.J.L. VAREŠ	Vareš
13.	RUDNIK OLOVA I CINKA OLOVO	Olovo
14.	RUDNIK OLOVA, CINKA I BARITA VAREŠ	Vareš
15.	DP RUDNICI BOKSITA	Bosanska Krupa
16.	RUDNICI BOKSITA JAJCE	Jajce
17.	RUDNIK BOKSITA ČITLUK	Čitluk
18.	DP "RUDNICI BOKSITA" POSUŠJE	Posušje
19.	ENERGOINVEST ALUMINIJ MOSTAR – RUDNIK BOKSITA	Široki Brijeg
20.	DP RUDNIK MANGANA	Bužim
21.	D.D. RUDNIK MAGNEZITA "KONJUH"	Kladanj
22.	BARIT D.D. – PROIZ. I PRERADA MINERALNIH SIROVINA	Kreševo
23.	"RUDAR" D.O.O KONJIC	Konjic
24.	RUDNIK SOLI TUŠANJ	Tuzla

25. JP "ŠUME HERCEG BOSNE"	Mostar
26. JP BOSANSKOHERCEGOVAČKE ŠUME	Sarajevo
VODOPRIVREDA	
27. JVP HZ HB MOSTAR	Mostar
28. JVP VODOPRIVREDA BiH	Sarajevo
PROMET I VEZE, OSIM CESTOVNOG PRIJEVOZA	
29. JP ŽELJEZNICE HB – MOSTAR	Mostar
30. ŽELJEZNICE BOSNE I HERCEGOVINE SARAJEVO	Sarajevo
31. JAVNO PODUZEĆE "ZRAČNA LUKA"	Mostar
32. JP "AIR BOSNA", SARAJEVO	Sarajevo
33. JP MEĐUNARODNI AERODROM TUZLA	Tuzla
34. JP "AERODROM VISOKO", VISOKO	Visoko
35. JP "AERODROMI BOSNE I HERCEGOVINE"	Ilidža, Sarajevo
36. JP AERODROM BIHAĆ	Bihać
37. BH GAS D.O.O	Sarajevo
38. ERONET POKRETNE KOMUNIKACIJE D.O.O.	Mostar
39. JP POŠTA TELEKOM HZ HB	Mostar
40. JP PTT SAOBRAĆAJA BiH, SARAJEVO	Sarajevo
IGRE NA SREĆU	
41. LUTRIJA BOSNE I HERCEGOVINE D.J.L. SARAJEVO	Sarajevo
JAVNO INFORMIRANJE	
42. NP "VEČERNJE NOVINE" DD, SARAJEVO	Sarajevo
43. DP "OSLOBOĐENJE", SARAJEVO	Ilidža, Sarajevo
44. HTV MOSTAR	Mostar
45. JP RTV BOSNE I HERCEGOVINE, SARAJEVO	Sarajevo
46. JP NIO SLUŽBENI LIST BiH, SARAJEVO	Sarajevo
47. JP NOVINSKA AGENCIJA BH PRESS	Sarajevo
INDUSTRIJA NAORUŽANJA I VOJNE OPREME	
48. UNIS GINEX GORAŽDE	Goražde
49. UNIS MIB BINAS – BUGOJNO	Bugojno
50. BNT TMiH – NOVI TRAVNIK	Novi Travnik
51. RZT TRAVNIK, Travnik	Travnik
52. VITEZIT d.o.o. VITEZ	Vitez
53. UNIS IGMAN KONJIC	Konjic
54. TRZ HADŽIĆI, Hadžići	Hadžići
55. ZRAK – HOLDING SARAJEVO	Sarajevo
56. UNIS PRETIS NIS, Sarajevo	Vogošća, Sarajevo
57. SOKO – VIT d.o.o., Mostar	Mostar

III

Privatizacija ostalih preduzeća koja obavljaju djelatnosti iz člana 3. Zakona o privatizaciji preduzeća, vršiće nadležne kantonalne agencije za privatizaciju.

IV

Ova odluka stupa na snagu narednog dana od dana objavljivanja u "Službenim novinama Federacije BiH".

PF broj 55/98

24. augusta 1998. godine

Sarajevo

Predsjedavajući

Doma naroda

Parlamenta Federacije BiH

Mariofil Ljubić, s.r.

Predsjedavajući

Predstavničkog doma

Parlamenta Federacije BiH

Enver Kreso, s.r.