

UNIVERZA NA PRIMORSKEM  
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER  
Dodiplomski visokošolski strokovni študijski program Management

Diplomska naloga  
NALOŽBENE MOŽNOSTI FIZIČNIH OSEB V  
SLOVENSKEM FINANČNEM PROSTORU

Mentor:

Doc. dr. Jožko Peterlin

KOPER, 2005

TOMAŽ ŠVARA



## **POVZETEK**

Slovenski finančni sistem ponuja fizičnim osebam različne naložbene možnosti na finančnem trgu. Za naložbenike sta najzanimivejša trg kapitala in trg denarja. Naložbene možnosti fizičnih oseb zajemajo predvsem varčevanje v bankah in hranilnicah, naložbe v različne oblike osebnih zavarovanj, vzajemne sklade ter lastniške in dolžniške vrednostne papirje. Naložbe se razlikujejo po tveganju, višini donosa in likvidnosti. Pomemben vpliv na neto zaslužek naložbenika imajo obdavčitve dobičkov, ki se med seboj in v času razlikujejo. Naložbenik z razporeditvijo premoženja tvori portfelj, s katerim zmanjšuje tveganje. Sestava portfelja je odvisna od profila naložbenika in njegovih finančnih ciljev.

*Ključne besede:* finančna naložba, depozit, osebno zavarovanje, vzajemni sklad, delnica, obveznica, naložbeno tveganje, donos, likvidnost, portfelj.

## **ABSTRACT**

Slovenian financial system offers a lot of various investments on financial market. Investment possibilities for investors include deposits in banks and personal insurance, investments in different mutual funds as well as shares and bonds. Investments differ by risk of investments, rate of return and liquidity. Important influences on net profit are due to unearned income and income taxes that differs one from another and in time structure. Investor made portfolio to lower the risks. Structure of portfolio depends of investor profile and his financial aim.

*Key words:* investment, deposit, personal insurance, mutual found, share, bond, risk of investment, rate of return, liquidity, portfolio.

UDK 336.7:347.15/.17(497.4)(0432)



## VSEBINA

<b>1</b>	<b>Uvod</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Pregled slovenskega finančnega sistema</b>	<b>3</b>
2.1	Finančni trg	3
2.2	Ključne ustanove in finančni posredniki v slovenskem finančnem sistemu	5
2.3	Profili naložbenikov	8
<b>3</b>	<b>Opis posameznih naložbenih možnosti fizičnih oseb</b>	<b>10</b>
3.1	Bančne vloge in varčevanje v hranilnicah	10
3.1.1	Bančne vloge	10
3.1.2	Varčevanje v hranilno kreditnih službah	11
3.1.3	Obdavčitev obresti	11
3.2	Naložbe v osebna zavarovanja	12
3.2.1	Življenjska zavarovanja	12
3.2.2	Obdavčitve dobička od naložb v življenjska zavarovanja	13
3.3	Naložbe v vzajemne sklade	14
3.3.1	Delniški vzajemni skladi	15
3.3.2	Mešani vzajemni skladi	16
3.3.3	Obvezniški vzajemni skladi	16
3.3.4	Obdavčitev dobička od naložb v vzajemne sklade	17
3.4	Naložbe v dolžniške vrednostne papirje	17
3.4.1	Obveznice	18
3.4.2	Zakladne menice	22
3.4.3	Obdavčitev dobička od naložb v dolžniške vrednostne papirje	23
3.5	Naložbe v lastniške vrednostne papirje	24
3.5.1	Delnice in Ljubljanska borza vrednostnih papirjev	24
3.5.2	Tveganja ob naložbah v delnice	29
3.5.3	Obdavčitev dobička od naložb v lastniške vrednostne papirje	30
3.6	Naložbe v izpeljane finančne instrumente	31
<b>4</b>	<b>Ustreznost naložbe glede na naložbeno politiko naložbenika</b>	<b>33</b>
4.1	Prednosti in slabosti posameznih naložb	34
4.2	Oblikovanje portfelja	35
<b>5</b>	<b>Ocena prihodnjih gibanj v slovenskem finančnem prostoru</b>	<b>37</b>
	<b>Literatura</b>	<b>38</b>
	<b>Viri</b>	<b>39</b>

## PONAZORILA

Slika 2.1 Prikaz delitve slovenskega finančnega trga .....	3
Slika 3.1 Sestava sredstev vzajemnih skladov po vrstah naložb v %.....	15
Slika 3.2 Stopnja spremembe vrednosti delnic borzne kotacije v letu 2004.....	26
Slika 3.3 Gibanje panožnih indeksov .....	27
Slika 3.4 Dividendne stopnje navadnih delnic borzne kotacije v letu 2004.....	28
Slika 3.5 Razmerje T/D navadnih delnic na dan 31. 12. 2004 .....	28
Slika 3.6 Letna donosnost SBI 20 in IPT .....	29
Tabela 3.1 Spremembe bančnih obrestnih mer glede na čas vezave.....	10
Tabela 3.2 Spremembe bančnih obrestnih mer glede na višino vloge .....	11
Tabela 3.3 Sprememba VEP izbranih delniških vzajemnih skladov.....	16
Tabela 3.4 Sprememba VEP izbranih mešanih vzajemnih skladov .....	16
Tabela 3.5 Sprememba VEP izbranih obvezniških vzajemnih skladov .....	17
Tabela 3.6 Pregled skupin izdajateljev obveznic v letu 2004 .....	21
Tabela 3.7 Gibanje BIO v letih od 2000 do 2004.....	21
Tabela 3.8 Lastnosti najprometnejših obveznic v letu 2004 .....	22
Tabela 3.9 Primerjava rezultatov avkcij izbranih zakladnih menic .....	23
Tabela 3.10 Primerjava nominalne in tržne vrednosti delnic .....	25
Tabela 4.1 Primerjava prednosti in slabosti posameznih naložb.....	34

## KRAJŠAVE

ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
BIO	borzni indeks obveznic
BTS	borzni trgovalni sistem
DZU	družba za upravljanje
KDD	Klirinško-depotna družba
VEP	vrednost enote premoženja
ZDoh	Zakon o dohodnini
ZISDU	Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
MRS	Mednarodni računovodski standard
IFI	izpeljani finančni inštrumenti





## 1 UVOD

Zaradi prehoda v sistem tržnega gospodarstva so v Sloveniji v preteklih štirinajstih letih nastopile korenite spremembe tudi na področju naložbenih možnosti prebivalstva. Prejšnji sistem je dopuščal predvsem varčevanje v obliki bančnih depozitov, ki so sicer imeli visoko nominalno obrestno stopnjo, vendar je bila realna obrestna mera zaradi visoke inflacije nizka in v nekaterih obdobjih ni pokrivala inflacije. Sedanji finančni sistem pa je z razvojem trga ponudil tudi fizičnim osebam možnost participacije na finančnem trgu v obliki finančnih naložb tako v Sloveniji, kot tudi v tujini. Zaradi sprememb v socialnih in gospodarskih razmerah ta možnost postaja vse bolj tudi obveznost posameznika, ki mora sam prevzeti del odgovornosti za svoj prihodnji finančni status. Fizične osebe kot naložbeniki imajo različne finančne cilje in zmožnosti, zato se tudi primernost neke naložbene oblike med različnimi posamezniki razlikuje.

Zaradi navedenih korenitih sprememb in nastajanja finančnega sistema, je v preteklosti vladala precejšnja neurejenost, ki je posameznikom omogočala visoke donose medtem, ko je pri širši populaciji vzbujala nezaupanje. S stabilizacijo razmer, ustrežnejšo zakonodajo in ne nazadnje z boljšim poznavanjem tega področja pa je tudi širši del prebivalstva pričel varčevati v različnih dolgoročnih ali kratkoročnih kapitalskih ali denarnih naložbah. Pri tem je za naložena sredstva pripravljen prevzeti določena tveganja, ki so povezana z višino donosov.

V diplomski nalogi bomo razdelali slovenski finančni trg in ključne finančne ustanove, ki naložbenikom ponujajo svoje storitve ali skrbijo za nadzor trga. Opisali bomo posamezne naložbene možnosti in predstavili podatke, ki so pomembni za naložbenika ob odločitvi za neko naložbeno obliko ali ustanovo ter obdavčitev posameznih naložb. Poseben poudarek bomo posvetili razmerju med tveganjem in donosnostjo posamezne vrste naložb. Na koncu bomo poskušali naložbeno tveganje znižati z ustrezno delitvijo sredstev v večje število naložb in tako ustvarili ustrezen portfelj.



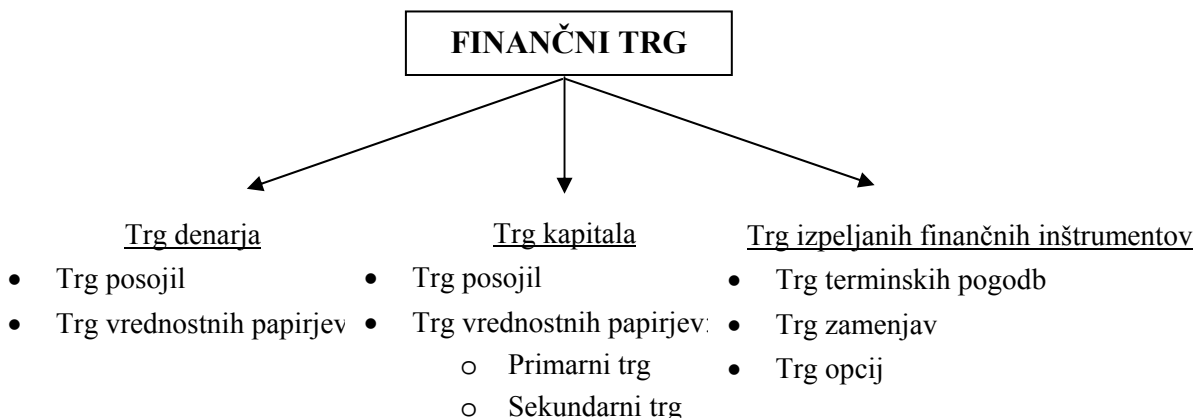
## 2 PREGLED SLOVENSKEGA FINANČNEGA SISTEMA

V tem poglavju bomo opredelili finančni trg in finančne ustanove v Sloveniji s poudarkom na tistih elementih finančnega trga, ki omogočajo neposredne naložbe fizičnim osebam. Predstavili bomo tudi različne profile naložbenikov glede na njihove cilje, kar bo predstavljalo osnovo pri ocenjevanju primernosti posameznih vrst naložb.

### 2.1 Finančni trg

Finančni trg delimo na *trg denarja*, na katerem se trguje s kratkoročnimi finančnimi oblikami z dospeljem do enega leta in *trg kapitala*, na katerem se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo prek enega leta ali brez dospelja. Povezava med obema trgoma so tudi nekatere finančne ustanove (predvsem poslovne banke), ki opravljajo tako imenovano funkcijo transformacije ročnosti.

Slika 2.1 Prikaz delitve slovenskega finančnega trga



Vir: Mramor 2000, 24

#### *Trg denarja*

Trg denarja je del finančnega trga, ki ga sestavljajo ustanove, instrumenti oziroma finančne oblike in posli, pri katerih gre za kratkoročni prenos finančnih sredstev. Trg denarja lahko delimo na tri segmente:

- medbančni trg, na katerem sodelujejo predvsem poslovne banke na podlagi likvidnostnih posojil in depozitov,
- trg kratkoročnih vrednostnih papirjev oziroma trg kreditnega in depozitnega poslovanja, na katerem sodelujejo gospodinjstva, podjetja, država in finančne ustanove,
- centralnobančni trg, na katerem Banka Slovenije izvaja posojilne operacije in intervencije.

Inštrumenti denarnega trga so kratkoročni finančni inštrumenti, med katere spadajo kratkoročna posojila in vrednostni papirji, katerih rok dospelja je manj kot eno leto. Kratkoročna posojila so običajno pogodbeno dogovorjena in se praviloma ne prodajajo na sekundarnem trgu. Bistveni sta obljubljena obrestna mera in varnost. Drugače pa je s kratkoročnimi vrednostnimi papirji, s katerimi se živahno trguje na sekundarnih trgih. Te vrednostne papirje običajno pojmuje kot likvidna sredstva, saj zanje velja, da jih je mogoče prodati pred dospeljem za ceno, ki je blizu nakupni ceni.

### *Trg kapitala*

Trg kapitala omogoča trgovanje z vrsto dolgoročnih finančnih inštrumentov oziroma vrednostnih papirjev, ki jih delimo na:

- lastniške vrednostne papirje, ki zajemajo delnice podjetij in finančnih ustanov ter
- dolžniške vrednostne papirje, ki zajemajo obveznice podjetij, bank, države, občin in skladov, ki kotirajo na organiziranem trgu. Sem spadajo tudi vzajemni skladi in vrednostni papirji pooblaščenih investicijskih družb.

V nadaljevanju se bomo osredotočili na vrednostne papirje, ki so lahko javni in s katerimi se lahko trguje, ker tako predstavljajo možnost naložb tudi širši množici fizičnih oseb.

*Delnice* so lastniški vrednostni papirji, ki se glasijo na prinosnika ali na ime. Izdajatelju pomenijo trajen vir sredstev, lastniku pa solastnino v delniški družbi s trajno udeležbo pri dobičku v obliki dividende in pri povečanju tržne vrednosti delnice, ali tako imenovanem kapitalskem dobičku. Delnice lahko delimo na več načinov. Eden od načinov je delitev glede na pravice iz delnic, pri čemer ločimo navadne delnice, prednostne delnice in zamenljive prednostne delnice. Pravice lastnikov navadnih delnic so omejene na polno glasovalno pravico in pravico do poplačila terjatev v primeru stečaja, vendar so tu na vrsti zadnji. Navadne delnice nimajo dospelja in obstajajo, dokler obstaja podjetje. Pravice lastnikov prednostnih delnic so, da so v primeru stečaja poplačani pred navadnimi delničarji, imajo omejeno pravico glasovanja in največkrat nespremenljive dividende, o izplačilu katerih odloča nadzorni svet. Zamenljive prednostne delnice omogočajo imetnikom zamenjavo v navadne delnice. V preteklosti so nastajale ob združitvah dveh podjetij.

*Obveznice* so dolgoročni dolžniški vrednostni papir z dospelostjo tudi do 30 let ali več in s katerimi se trguje tudi na borzah. Obveznica je pisna listina, s katero se izdajatelj zavezuje, da bo na njej navedeni osebi oziroma prinosniku obveznice izplačal v obveznici naveden znesek. Obveznica kotira v odstotkih in prinaša lastniku pogodbeno določene obresti, pri tem pa ta nima pravice glasovanja in ni solastnik organizacije. Izdajatelji obveznic so lahko država, občine, finančne ustanove ali podjetja.

*Vzajemni sklad* je premoženje, ki se oblikuje za namen javnega zbiranja kapitala in investiranje tega kapitala v prenosljive vrednostne papirje po principu omejevanja tveganja. Vzajemni sklad ni pravna oseba in je v lasti oseb, ki so vanj vložila sredstva. Sredstva se zbirajo z javno prodajo kuponov (delnic, točk), ki jih ima imetnik pravico prodati skladu nazaj in tako izstopiti iz njega. Vzajemni sklad upravlja družba za upravljanje.

#### *Trg izpeljanih finančnih instrumentov*

Izpeljani finančni instrument je finančna pogodba, katere vrednost je odvisna od vrednosti enega ali več premoženj. V splošnem jih razvrstimo v štiri skupine:

- terminske pogodbe,
- opcije,
- zamenjave in
- njihove kombinacije.

Vsaka od teh skupin se lahko nanaša na valuto, blago, obrestno mero ali borzni indeks vrednostnih papirjev. Udeležence trga izpeljanih finančnih instrumentov delimo glede na njihov namen v tri večje skupine, katerih zadostno število vseh treh skupin pa je nujno za učinkovito delovanje trga:

- zaščitniki, ki iščejo zaščito pred tveganjem sprememb cene osnovnega instrumenta v prihodnosti,
- špekulanti (trgovci), ki od zaščitnikov prevzemajo tveganje sprememb cene osnovnega instrumenta v prihodnosti, skladno s svojimi predvidevanji o prihodnjih gibanjih cen in
- arbitražniki, ki iščejo možnosti realizacije netveganega dobička zaradi cenovnega neskladja med terminsko pogodbo in osnovno ceno instrumenta.

## **2.2 Ključne ustanove in finančni posredniki v slovenskem finančnem sistemu**

### *Agencija za trg vrednostnih papirjev*

Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) je neodvisna organizacija, pristojna za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev in njegovimi udeleženci. Njeni osnovni nalogi sta razvoj trga vrednostnih papirjev in zavarovanje interesov vlagateljev. Zato določa podrobna pravila poslovanja na trgu vrednostnih papirjev, odloča o konkretnih primerih ter izdaja dovoljenja za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji. Dovoljenja izdaja tudi izdajateljem vrednostnih papirjev, ki želijo opraviti javno ponudbo ali javno prodajo vrednostnih papirjev.

### *Ljubljanska borza vrednostnih papirjev*

Namen Ljubljanske borze vrednostnih papirjev (borza) je organiziranje trga za poslovanje z vrednostnimi papirji. Borza zagotavlja objavo informacij o trgovanju z

vrednostnimi papirji ter opravlja nekatere naloge nadzora nad trgom. Organizirana je kot delniška družba, njeni lastniki in hkrati člani pa so borznoposredniške družbe in poslovne banke, ki imajo dovoljenje ATVP za opravljanje poslov borznega posredovanja. Z vrednostnimi papirji na borzi lahko trgujejo neposredno le njeni člani, drugi pa jih lahko kupujejo in prodajajo le prek njih oziroma njihovih borznih posrednikov. Naložbeniki torej vrednostnih papirjev na borzi ne morejo kupiti ali prodati neposredno. Trgovanje na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev poteka na temelju kontinuiranega trgovanja vsak delovni dan med 9.30 in 13.00 uro in sicer v elektronski obliki prek računalniškega sistema trgovanja BTS (borzni trgovalni sistem). Trgovati je mogoče le z vrednostnimi papirji, ki so prosto prenosljivi (prodani jih je mogoče kadarkoli in komurkoli) kar pomeni, da je izdajatelj izpeljal postopek javne ponudbe delnic. Z delnicami, lastniškimi deleži in obveznicami drugih podjetij in izdajateljev, je mogoče trgovati le na neorganiziranem trgu. Prednosti organiziranega trga vrednostnih papirjev pred neorganiziranim za naložbenika so sledeče:

- likvidnost vrednostnih papirjev je na organiziranem trgu višja,
- organiziran trg omogoča naložbeniku veliko več informacij,
- zavarovanje naložbenikov je na organiziranem trgu višje.

#### *Klirinško depotna družba*

Vsi vrednostni papirji, s katerimi se trguje na ljubljanski borzi, so izdani v nematerializirani (elektronski) obliki. Vse pravice, ki iz njih izhajajo, so zato vpisane centralnem registru vrednostnih papirjev, katerega vodi Klirinško-depotna družba (KDD) v dobro imetnika. Zato poteka celotno poslovanje z vrednostnimi papirji preko centralnega registra KDD oziroma imenskih računov posameznikov pri tej družbi. KDD naložbenike redno obvešča o spremembah in stanjih na njihovih računih. KDD opravlja naslednje temeljne naloge:

- obračunavanje in poravnavanje obveznosti iz sklenjenih poslov na organiziranem trgu vrednostnih papirjev,
- vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev oziroma računalniške evidence lastnikov delnic posameznih delniških družb,
- zagotavljanje izplačil dividend, obresti in glavnice neposredno na račune imetnikov,
- zagotavljanje učinkovitega in hitrega uveljavljanja pravic delničarjev ter
- zagotavljanje stanj na računih vrednostnih papirjev.

#### *Borznoposredniške družbe*

Borznoposredniške družbe opravljajo storitve za naložbenike pri trgovanju z vrednostnimi papirji. Za opravljanje teh storitev morajo od ATVP pridobiti licenco za njihovo opravljanje. Po svoji statusni ureditvi so organizirane kot delniške družbe ali

družbe z omejeno odgovornostjo. Med predmete poslovanja spadajo eden ali več sledečih poslov z vrednostnimi papirji:

- posli posredovanja, ki pomenijo sprejemanje nalogov naložbenikov glede nakupa in prodaje vrednostnih papirjev ter njihovo izvrševanje,
- posli trgovanja oziroma kupovanje in prodajanje vrednostnih papirjev za svoj račun,
- posebno borzno poslovanje, ki je trgovanje z obveznostjo kupiti ali prodati za svoj račun vrednostne papirje in sicer po ceni, ki jo določi pooblaščen udeleženec,
- upravljanje finančnega premoženja strank, ki poteka za račun strank in proti plačilu provizije,
- posli odkupovanja in priprave novih izdaj vrednostnih papirjev z namenom nadaljnje prodaje,
- naložbeno svetovanje strankam ob izdaji, nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev ter
- opravljanje storitev pri hranjenju vrednostnih papirjev strank, shranjenih v KDD in hranjenje tistih papirjev, ki niso bili predmet javne ponudbe.

Preden borzno posredniška družba lahko prične opravljati borzno posredovanje ali upravljanje finančnega premoženja stranke, mora ta pri borzni družbi odpreti trgovalni račun ali račun gospodarjenja, borzna družba pa ji odpre račun v KDD, na katerem se vodijo stanja strankinih vrednostnih papirjev.

Ključni merili za naložbenika pri izbiri borznega posrednika predstavljata obseg in stroški njihovih storitev.

#### *Družbe za upravljanje*

Družbe za upravljanje so ustanove, ki upravljajo investicijske sklade (odprte – vzajemne sklade in zaprte sklade – investicijske družbe).

#### *Banke*

Banke so tradicionalne finančne posrednice, ki zbirajo depozite varčevalcev in jih nalagajo v obliki posojil različnih ročnosti.

#### *Zavarovalnice*

Zavarovalnice so pogodbene finančne ustanove, ki imetnike zavarovalnih polic zavarujejo pred različnimi vrstami tveganj. Zavarovalnice zbirajo prihranke v obliki premij in jih nalagajo v različne lastniške in dolžniške vrednostne papirje, nepremičnine in druge finančne naložbe, da lahko s prihodki iz njih pokrijejo škodne primere, ki so bili predmeti zavarovanja. Zavarovanja delimo na premoženjska in osebna. V Sloveniji so najbolj razširjena premoženjska zavarovanja, kamor spadajo zdravstvena zavarovanja, zavarovanja avtomobilske odgovornosti, požarna zavarovanja ter kasko in

kreditna zavarovanja. Med osebna zavarovanja pa spadajo različne oblike življenjskih in nezgodnih zavarovanj.

### 2.3 Profili naložbenikov

Ustrezen način naložb prihrankov fizičnih oseb je odvisen predvsem od finančnega cilja, ki ga skuša posameznik ali gospodinjstvo doseči in sicer tako od vrste potreb, ki jih želi naložbenik z naložbami zadovoljiti, kot od pričakovanega roka za izpolnitev finančnega cilja in seveda od njegovih finančnih zmožnosti. Zato bomo pred predstavitvijo naložbenih možnosti, ki jih ponuja slovenski finančni sistem, opredelili še najpogostejše finančne cilje naložbenikov in njihove značilnosti:

- *Naložbe za doseganje osnovne finančne varnosti* so namenjene zavarovanju naložbenika pred morebitnimi osebnimi finančnimi krizami, kot so izpad rednega dohodka ali nepričakovani nujni finančni izdatki. Sredstva naj bi bila naložena v netvegane oblike naložb z visoko likvidnostjo;
- *Pokojninsko varčevanje* je namenjeno povečanju naložbenikovih prejemkov po upokojitvi kot dopolnitev pokojnini, ki naj bi se po demografskih in gospodarskih kazalnikih postopno nižala tudi v prihodnje, kar napoveduje tudi sprejeta pokojninska reforma. S tem je del odgovornosti za prejemke po upokojitvi prepuščen posameznikom, ki pa imajo z ustreznimi naložbami na trgu možnost oplemenititi svoja sredstva. Za pokojninsko varčevanje so značilne dolgoročne naložbe, ki so v začetku lahko tvegane, proti koncu pa naj bi se stopnja tveganja naložb postopno nižala;
- *Naložbe za razrešitev stanovanjskega problema* navadno spadajo med srednjeročne ali dolgoročne vrste naložb. Tudi zanje je značilno, da je na začetku obdobja stopnja tveganja lahko višja, proti koncu pa naj bi bila sredstva naložena le še v netvegane oblike;
- *Naložbe za nakupe drugih dobrin*, ki za naložbenika niso življenjskega pomena, se od drugih pomembnejših ciljev razlikujejo predvsem po tem, da so sredstva lahko naložena v bolj tvegane oblike in tudi časovni rok za njihovo izpolnitev ni natančno določen;
- *Naložbe za ustvarjanje dodatnih rednih tekočih dohodkov* so navadno namenjene dopolnitvi rednih dohodkov in imajo zato podobne značilnosti kot pokojninsko varčevanje. Naložbenik lahko izbere nekoliko višje tveganje, če njegov standard ni odvisen le od teh prejemkov.

Naložbeniki poskušajo doseči predstavljene finančne cilje na različne načine. Od njihovega načina vlaganja sredstev se zato razlikujejo tudi primernosti posameznih naložb. Naložbenike bomo glede na njihove temeljne odločitve in strategije vlaganja razdelili v tri osnovne skupine (Kleindienst 2001, 26 – 40):



- *Špekulanti (trgovci)* predstavljajo skupino naložbenikov, katere namen je predvsem doseganje kratkoročnih nadpovprečnih donosov. Zanje je značilno, da nimajo izdelane dolgoročne strategije donosov. Njihov cilj je s pogostim trgovanjem z vrednostnimi papirji doseči višjo donosnost, kot bi jo dosegli, če bi v vrednostne papirje vlagali dolgoročno. Pripravljeni so sprejemati višje tveganje. Navadno imajo informacije, ki so potrebne za odločanje o nakupu nekega vrednostnega papirja;
- *Strateški vlagatelji*, ki način vlaganja sredstev prilagodijo svojim finančnim ciljem, obstoječim premoženjskim razmeram in svojemu odnosu so tveganja. Z vrednostnimi papirji v nasprotju s špekulanti trgujejo razmeroma poredko. Premoženje z naložbami plemenitijo na daljše obdobje (srednjeročno od treh do petih let in dolgoročno od petih let pa do nekaj desetletij). Premoženje razdelijo na večje število naložb in tako zmanjšujejo nesistematično tveganje, sistematično tveganje pa manjšajo s časovno razporeditvijo tveganja v daljšem časovnem obdobju. Zaradi tega kratkoročna tržna nihanja cen vrednostnih papirjev nanje nimajo velikega vpliva. V prednosti pred špekulanti so tudi zaradi obdavčitve dobička, saj je slovenska zakonodaja ugodnejša za dolgoročne naložbe v trajanju treh let in več;
- *Varčevalci*, ki se poslužujejo predvsem varnih in nizko donosnih oblik naložb, kot so bančni depoziti, življenjska zavarovanja in podobno. Navadno ta skupina nima znanja, ki je potrebno za zahtevnejše naložbe in niso pripravljeni sprejemati tveganja. Njihov donos je v primerjavi z drugima skupinama najnižji.

V nadaljevanju se bomo posvetili predvsem naložbam, ki so primerne za strateške naložbenike in špekulante in so po svojih značilnostih tudi najzahtevnejše.

### 3 OPIS POSAMEZNIH NALOŽBENIH MOŽNOSTI FIZIČNIH OSEB

#### 3.1 Bančne vloge in varčevanje v hranilnicah

Poslovne banke (v nadaljevanju banke) so depozitno-finančne ustanove, ki zbirajo finančne prihranke z vlogami varčevalcev.

Hranilnice so samostojne finančne organizacije, ki ponujajo možnost nalaganja prihrankov. Delimo jih na poštno hranilnico, hranilnice in hranilno kreditne službe.

##### 3.1.1 Bančne vloge

O bančni vlogi ali bančnem depozitu govorimo takrat, ko vlagatelj položi denar na račun pri banki, banka pa se obveže, da ga bo po določenem času vrnila. Vlagatelj poleg vloženega denarja od banke dobi tudi obresti, ki pomenijo nadomestilo za to, da je banka lahko upravljala njegov denar. Bančne vloge delimo na:

- *vloge na vpogled*, ki pomenijo tiste vloge, pri katerih lahko vlagatelj kadarkoli dvigne denar s svojega bančnega računa in
- *vezane vloge*, kjer mora vlagatelj za dvig denarja počakati do konca dogovorjenega obdobja vloge.

Vezane vloge nadalje delimo glede na dobo vezave sredstev (do 31 dni, od 31 do 90 dni, od 91 do 180 dni, od 180 dni do enega leta, nad eno leto do dveh let...). Doba vezave sredstev je pomembna zaradi časa, ko lahko vlagatelj denar dvigne in višine obrestne mere, ki navadno narašča z obdobjem vezave denarja. Poleg obdobja vezave sredstev, določa višino obrestne mere tudi višina vezanega denarnega zneska. V tabelah v nadaljevanju so predstavljene obrestne mere izbranih bank, ki se spreminjajo s spremembo časa vezave in višine depozita.

**Tabela 3.1** Spremembe bančnih obrestnih mer glede na čas vezave

Banka	Čas vezave v dnevih			Čas vezave v mesecih			
	31 - 90	91 - 180	181 - 365	12 - 23	24 - 35	36 - 47	48 - 59
Banka Koper	3,35	3,25	3,25	T + 0,10	T + 0,30	T + 0,50	T + 0,50
Poštna banka Slovenije	3,35	3,30	3,25	T + 0,25	T + 0,30	T + 0,50	T + 0,60
Gorenjska banka	3,30	3,30	3,30	T + 0,10	T + 0,15	T + 0,35	T + 0,35
Nova Ljubljanska banka	2,70	2,70	2,70	2,70	2,75	ni podatka	
SKB Banka	3,50	3,25	3,00	2,50	2,30	2,70	2,70

\* Obrestne mere za posamezna obdobja veljajo za depozit v višini 1.000.000,00 SIT.

Vir: Spletne strani navedenih bank, 26. 2. 2005.

**Tabela 3.2** Spremembe bančnih obrestnih mer glede na višino vloge

Banka	Višina vloge SIT						
	250.000	500.000	1.000.00	1.500.00	2.000.00	3.000.00	5.000.00
			0	0	0	0	0
Banka Koper	T + 0,00	T + 0,10	T + 0,10	T + 0,20	T + 0,20	T + 0,20	T + 0,20
Poštna banka Slovenije	T + 0,05	T + 0,15	T + 0,25	T + 0,25	T + 0,30	T + 0,30	T + 0,30
Gorenjska banka	T + 0,00	T + 0,10	T + 0,10	T + 0,10	T + 0,25	T + 0,25	T + 0,25
Nova Ljubljanska banka	2,60	2,70	2,70	2,70	2,80	2,80	3,00
SKB Banka	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,55	2,60

\* Obrestne mere za izbrane depozite veljajo za obdobje od 12 do 23 mesecev.

Vir: Spletne strani navedenih bank, 26. 2. 2005.

Pomembno značilnost bančnih vlog predstavlja sistem jamstva, ki ga pri drugih finančnih naložbah ne zasledimo. Jamstvo za vloge pomeni, da vse banke v neki državi jamčijo za izplačilo vlog, če se pri kateri izmed njih začne stečajni postopek. Slovenski sistem jamstva bančnih vlog temelji na zakonu o bančništvu in sklepu Banke Slovenije o sistemu zajamčenih vlog. Med zajamčene vloge sodijo vse terjatve fizičnih oseb do banke na podlagi pogodbe o vodenju transakcijskega računa, hranilne vloge, denarnega depozita in potrdila o depozitu oziroma blagajniškega zapisa, če sta izdana kot imenski vrednostni papir do skupne višine 5.100.000,00 tolarjev, ne glede na valuto.

### 3.1.2 Varčevanje v hranilno kreditnih službah

V nasprotju z bankami, kjer prevladujejo vloge na vpogled in kratkoročne vezane vloge (rok dospelja pred enim letom), so vloge v hranilnicah v povprečju bolj dolgoročne.

Zbrana sredstva uporablja hranilnica za kreditiranje svojih komitentov in spodbujanje dejavnosti kmetijstva, obrti in druge zasebne dejavnosti ter majhnih pravnih oseb v skladu s predpisi o računovodstvu (Repovž in Peterlin, 2000, 38).

### 3.1.3 Obdavčitev obresti

Novi Zakon o dohodnini (ZDoh-1) za razliko od prejšnjega zakona predpisuje tudi obdavčitev obresti. Glede na obdavčitev, lahko obrest delimo v tri skupine:

- obresti z olajšavo do 300.000,00 SIT na leto,
- obresti brez olajšave in
- obresti, ki ne bodo obdavčene.

V skupino obresti z olajšavo do 300 tisoč tolarjev se nanašajo na najširši del dohodninskih zavezancev. Obdavčen je le tisti del obresti, ki letno presega 300.000,00 SIT. Sem sodijo obresti iz denarnih depozitov pri domačih bankah in hranilnicah ter obresti iz denarnih depozitov pri bankah iz drugih držav EU, obresti iz dolžniških vrednostnih papirjev in obresti, ki izhajajo iz dohodkov vzajemnih skladov. Prejete obresti iz naštetih virov se na letnem nivoju seštevajo.

Vse druge vrste obresti, so v celoti obdavčene. Sem sodijo obresti iz depozitov pri bankah izven EU, obresti pri obveznicah, s katerimi se ne trguje na priznanih borzah v EU in obresti iz finančnega lizinga.

Zakon iz obdavčitve izključuje nekatere vrste zamudnih obresti zaradi odškodnine, obresti iz preveč plačanih davkov in prispevkov, določene vrste življenjskih zavarovanj ter obresti iz vlog na vpogled pri bankah.

### **3.2 Naložbe v osebna zavarovanja**

Osebna zavarovanja so tiste oblike zavarovanj, v katerih je predmet zavarovanja človek. Poleg osnovnega pokojninsko-invalidskega zavarovanja ter zdravstvenih zavarovanj, poznamo tudi različne oblike življenjskih in nezgodnih zavarovanj ter rentnih zavarovanj – varčevanj. Pogosto so kar kombinirana v celovit paket zavarovanj (Balkovec 2000, 95). V nadaljevanju bomo opisali posamezne oblike in njihove značilnosti.

#### **3.2.1 Življenjska zavarovanja**

Življenjsko mešano zavarovanje je namenjeno kritju finančnih rizikov ob smrti zavarovanca tistim, ki so od zavarovančevih dohodkov življenjsko odvisni (dediči). Glede na zavarovančevo starost zavarovalnica izračuna zavarovalno vsoto po tablicah smrtnosti. Te se lahko spreminjajo skladno s statističnimi podatki o umrljivosti.

Ob sklenitvi zavarovanja, zavarovanec izbere obdobje zavarovanja in višino premije, ki jo bo v tem obdobju plačeval. Večina zavarovalnic ponuja čas zavarovanja od 10 do 25 let, lahko pa tudi dlje, kar je odvisno od starosti zavarovanca.

*Klasična oblika življenjskega zavarovanja* je sestavljena iz dveh delov. Manjši del, okoli 20 odstotkov premije, je namenjen pokrivanju rizika smrti (s tem delom je zavarovanec zavarovan za primer smrti) in nezgodnega zavarovanja (poškodbe in invalidnost). Večji del, okoli 80 odstotkov, pa predstavlja varčevalni del. Varčevalni del se v trajanju zavarovanja obrestuje po vnaprej določeni obrestni meri, ki znaša pri večini zavarovalnic 2,5% na letni ravni. Izplačilo, ki ga bo zavarovanec prejel po preteku zavarovanja je tako znano vnaprej in zavarovanec ne prevzema naložbenega tveganja glede višine donosa. Poleg tega pa je zavarovanec upravičen tudi do dela dobička, ki ga je zavarovalnica ustvarila s sredstvi iz varčevalnega dela in se zavarovancu pripišejo kot dodatna premija po ugotovitvi rezultatov iz preteklega poslovnega leta (zavarovalna pogodba Zavarovanice Triglav 1999).

*Naložbeno življenjsko zavarovanje* predstavlja novost v ponudbi slovenskih zavarovalnic. Združuje elemente življenjskega zavarovanja in varčevanja v investicijskih skladih. Razmerje med delom zavarovanja in varčevalnim delom je podobno kot smo predstavili v prejšnjem odstavku. Pomembno razliko pa predstavlja varčevalni del, ki v tej obliki zavarovanja nima več zajamčenega donosa. Njegova

vrednost je odvisna od gibanja vrednosti enote premoženja investicijskega sklada. Zavarovalnice ponujajo na izbiro več skladov, ki se razlikujejo po stopnji tveganja in s tem tudi večjemu ali manjšemu nihanju vrednosti. Več o tem bomo predstavili v naslednjem poglavju 3.3 o vzajemnih skladih.

V primeru doživetja je zavarovanec upravičen do izplačila zavarovalne vsote, ki je enaka vrednosti privarčevanega premoženja. Izplačana je lahko v enkratnem znesku ali pa v obliki rente. Zavarovalni vsoti za primer zavarovančeve smrti in za nezgodno zavarovanje sta znani ter vnaprej določeni in se ne spreminjata z gibanjem vrednosti enote premoženja investicijskega sklada.

Zavarovalnice ponujajo različne oblike vplačevanja premij. Vplačevanje je lahko mesečno, letno, enkratno ali pa je to prepuščeno zavarovancu (kar velja za varčevalni del premije).

S sklenitvijo življenjskega zavarovanja, pridobi zavarovanec naslednje pravice:

- izplačilo zavarovalne vsote ob prenehanju zavarovanja v primeru doživetja,
- izplačilo zavarovalne vsote upravičencem v primeru zavarovančeve smrti,
- izplačilo zavarovalne vsote v primeru zavarovančeve invalidnosti,
- izplačilo zavarovalne vsote v primeru poškodbe,
- izplačilo dnevne odškodnine za čas zdravljenja poškodbe,
- možnost predčasne prodaje zavarovanja zavarovalnici po pogojih zavarovalnice.

Razmerja med navedenimi vsotami se lahko razlikujejo in so odvisna od zavarovalne kombinacije, ki jo zavarovanec sklene v zavarovalni polici. Nekatere zavarovalnice ponujajo zavarovancem tudi možnost najema ugodnejših kreditov pri pogodbenih bankah v višini odkupne vrednosti zavarovalne police.

### **3.2.2 Obdavčitev dobička od naložb v življenjska zavarovanja**

Življenjska zavarovanja so obdavčena po Zakonu o davku od prometa zavarovalnih poslov in ZDoh-1.

Za zavarovanja, katerih doba je krajša od desetih let, je premija obdavčena v višini 6,5%. Ob izplačilu takšnega zavarovanja je to obdavčeno tudi z dohodnino. Zavarovanec mora pri napovedi dohodnine upoštevati pozitivno razliko med izplačilom in vplačanimi premijami, kar ga poleg ostalih dohodkov uvršča v ustrezen dohodninski razred, od katerega je odvisna davčna stopnja.

Oprostitev obdavčitve je predvidena za izplačilo v primeru smrti zavarovanca ter za dohodke iz življenjskega zavarovanja, ki so sklenjena za obdobje desetih let in več, če je zavarovanec tudi upravičenec zavarovanja. Pri tem pa odkupna vrednost ne sme biti izplačana prej kot po desetih letih od sklenitve.

### 3.3 Naložbe v vzajemne sklade

Vzajemni sklad je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in je bilo financirano z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb ter je v njihovi izključni lasti. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote, investicijske kupone, ki se glasijo na ime in so neprenosljivi na drugo osebo. Vrednost enote premoženja (VEP) vzajemnega sklada se izračunava vsakodnevno po koncu borznega trgovanja kot seštevek vrednosti posameznih naložb vzajemnega sklada, zmanjšan za obveznosti z rezervacijami in deljen s številom enot premoženja.

Ob vplačilu zneska v vzajemni sklad, se vplačani znesek deli z VEP na dan vplačila in tako ugotovljeno število enot premoženja sklada pripiše imetniku investicijskih kuponov.

Sredstva vzajemnih skladov upravljajo družbe za upravljanje (DZU), katere v Sloveniji nadzira agencija za trg vrednostnih papirjev. Sredstva, obveznosti, prihodke in odhodke posameznega sklada mora DZU voditi ločeno od svojega premoženja.

Imetnik investicijskih kuponov ima naslednje pravice:

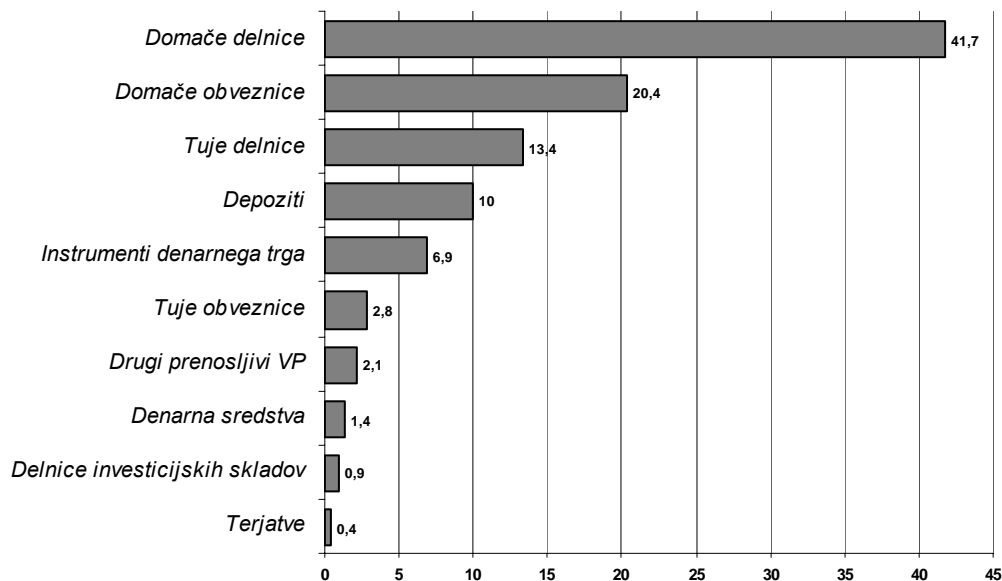
- pravico, da mu DZU na njegovo zahtevo izplača vrednost enot, na katero se glasi investicijski kupon, zmanjšano za izstopno provizijo,
- pravico do sorazmernega dela čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada,
- pravico do sorazmernega dela vrednosti sredstev po poplačilu vseh obveznosti v primeru likvidacije vzajemnega sklada.

Osnovni dokument vzajemnega sklada je prospekt, ki ga izda DZU in v katerem so navedene vse značilnosti sklada: ime upravljavca sklada, pravila upravljanja, naložbena politika sklada, vpisna mesta, pravice iz lastništva, določbe o reinvestiranju dobička, sestava stroškov, ki jih vzajemni sklad zaračunava ipd.

DZU sme stroške naložbenikom zaračunavati kot vstopno in/ali izstopno provizijo ter provizijo za upravljanje. Večina slovenskih vzajemnih skladov obračunava vstopno in upravljavsko provizijo, izstopno pa le nekateri. Po novem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) sta zakonsko omejeni le višini izstopne provizije, ki ne sme presegati treh odstotkov izplačila in upravljavska provizija, ki ne sme presegati treh odstotkov na letnem nivoju. Vstopna provizija ni omejena in je prepuščena tržni konkurenci. Upravljavsko provizijo si DZU izplača enkrat letno.

Pomemben dejavnik pri izbiri vzajemnega sklada predstavlja naložbena politika sklada, saj so z njo povezani donosi in tveganje naložbenika. Najpogostejše naložbe vzajemnih skladov predstavljajo domači in tuji lastniški vrednostni papirji, obveznice, depoziti, inštrumenti denarnega trga, prenosljivi vrednostni papirji, denarna sredstva, delnice investicijskih skladov ter terjatve.

**Slika 3.1** Sestava sredstev vzajemnih skladov po vrstah naložb v %



Vir: Matej, Kačič, Jure Gostiša, 2005, Vzajemni skladi rastejo in se usmerjajo v tujino, *Moje Finance* 1 (5): 22.

Glede na naložbeno politiko sklada, lahko ločimo vzajemne sklade na:

- sklade rasti ali delniške sklade,
- sklade dohodka ali mešane sklade in
- sklade instrumentov denarnega trga ali obvezniške sklade.

V nadaljevanju si bomo podrobneje ogledali vsako skupino posebej.

### **3.3.1 Delniški vzajemni skladi**

Naložbeno strukturo delniških vzajemnih skladov predstavljajo v večjem delu naložbe v lastniške vrednostne papirje (navadno nad 70%). Iz tega sledi, da je tudi pretežni del donosov delniških vzajemnih skladov sestavljen iz kapitalskih dobičkov in dividend, manj pa iz drugih prihodkov. VEP delniškega vzajemnega sklada je odvisna predvsem od tržne vrednosti vrednostnih papirjev, ki jih ima vzajemni sklad v svojem portfelju in s tem izpostavljena večjim nihanjem vrednosti, kot VEP ostalih vrst vzajemnih skladov.

Naložbeno tveganje v tej skupini vzajemnih skladov je zaradi naložbene strukture najvišje. Do sedaj VEP slovenskih vzajemnih skladov še niso imele večjih negativnih odstopanj zaradi značilnosti tranzicijskega obdobja in podcenjenosti večine lastniških vrednostnih papirjev, vendar se razmere umirjajo in obravnavana skupina vzajemnih skladov lahko doseže najvišja negativna odstopanja med ostalimi vzajemnimi skladi v določenem obdobju. Zato so primerni za dolgoročne naložbe v trajanju petih let ali dlje.

**Tabela 3.3** Sprememba VEP izbranih delniških vzajemnih skladov

Vzajemni sklad	Sprememba v %				
	polletna	letna	2 - letna	3 - letna	5 - letna
Zajček	5,56	16,34	44,69	108,32	171,05
Delniški	6,19	14,59	46,47	104,09	194,71
KD Rastko	6,85	17,44	47,35	120,48	176,79
MP-Plus.SI	6,46	3,70	ni posloval	ni posloval	ni posloval
Živa	5,46	13,39	34,47	93,54	173,18
<i>Povprečje</i>	<i>6,1</i>	<i>13,09</i>	<i>43,24</i>	<i>106,61</i>	<i>178,93</i>

Vir: Spletni portal Vzajemci, www.vzajemci.com, 27. 2. 2005.

### 3.3.2 Mešani vzajemni skladi

Naložbeno strukturo mešanih vzajemnih skladov predstavlja predvsem uravnotežena razpršenost naložb med delnice, obveznice in instrumente denarnega trga po načelu varnosti in donosnosti. Donose mešanih vzajemnih skladov sestavljajo kapitalski dobički, dividende in obresti, ki jih je prejel sklad od svojih naložb. Zaradi razpršenosti naložb v portfelju posameznega sklada, so nihanja VEP običajno manjša kot pri delniških skladih, zato je nižje tudi naložbeno tveganje, kar pa je odvisno od deleža delnic v portfelju. Mešani vzajemni skladi so najprimernejši za srednjeročne in dolgoročne naložbe v trajanju treh let ali več.

**Tabela 3.4** Sprememba VEP izbranih mešanih vzajemnih skladov

Vzajemni sklad	Sprememba v %				
	polletna	letna	2 - letna	3 - letna	5 - letna
Galileo	5,18	15,30	15,03	112,16	187,98
Alfa	6,88	15,13	36,93	102,21	223,49
Modra kombinacija	5,54	17,41	48,72	112,72	183,77
Triglav Renta	5,21	15,46	39,26	78,63	145,72
Vizija	4,73	8,72	36,47	81,32	121,32
<i>Povprečje</i>	<i>5,51</i>	<i>14,4</i>	<i>35,28</i>	<i>97,41</i>	<i>172,46</i>

Vir: Spletni portal Vzajemci, www.vzajemci.com, 27. 2. 2005.

### 3.3.3 Obvezniški vzajemni skladi

Pretežni del naložbene strukture (nad 70 odstotkov) obvezniških vzajemnih skladov predstavljajo naložbe v dolžniške vrednostne papirje (obveznice, bančne depozite in instrumente denarnega trga). Delež delnic v obvezniških vzajemnih skladih je zelo nizek. Donose predstavljajo obresti od obveznic, kratkoročnih finančnih instrumentov in depozitov, manj pa od kapitalskih dobičkov in dividend delnic. Zaradi naložbene strukture je tveganje nizko, nižji pa so tudi donosi, ki so jih ti vzajemni skladi imeli v primerjavi z ostalimi. Primerni so za kratkoročne naložbe in tiste naložbe, kjer je za naložbenika osnovni motiv varnost.



**Tabela 3.5** Sprememba VEP izbranih obvezniških vzajemnih skladov

Vzajemni sklad	Sprememba v %				
	polletna	letna	2 - letna	3 - letna	5 - letna
KD Bond	2,82	6,46	16,24	36,19	70,98
Pika	2,70	8,39	20,62	48,47	96,65
NDF Obvezniški	2,12	ni posloval	ni posloval	ni posloval	ni posloval
Primus Bond	2,44	ni posloval	ni posloval	ni posloval	ni posloval
<i>Povprečje</i>	<i>2,52</i>	<i>7,43</i>	<i>18,43</i>	<i>42,33</i>	<i>83,82</i>

Vir: Spletni portal Vzajemci, www.vzajemci.com, 27. 2. 2005.

### 3.3.4 Obdavčitev dobička od naložb v vzajemne sklade

Novi Zakon o dohodnini (ZDoh-1) je tudi na področju obdavčitve dobičkov od naložb v vzajemne sklade povzročil več sprememb. Najpomembnejša je ta, da dobiček od naložb, ki trajajo več kot tri leta, ni več v celoti neobdavčen, kot je to določal prejšnji Zakon o dohodnini.

Višina obdavčitve dobička je odvisna predvsem od tega, v kateri sklad so bila sredstva naložena, obdobja naložbe, višine donosa sklada, naložbene strukture sklada in naložbenikovega dohodninskega razreda.

Sestavni deli dobička, ki jih vzajemni sklad ustvarja in so po ZDoh-1 obdavčeni po različnih stopnjah so:

- *Iztrženi dobički pri naložbah (kapitalski dobiček)* so še naprej ostali v celoti neobdavčeni za naložbe v trajanju treh let ali več;
- *Obresti, ki jih je prejel sklad od svojih naložb* se ob prodaji investicijskih kuponov pripišejo v davčno osnovo naložbenika na letni ravni z vsemi ostalimi prejetimi obrestmi in so zmanjšane za neobdavčeni del v višini 300.000,00 SIT. V kolikor je znesek vseh prejetih obresti na letni ravni nižji od neobdavčljivega dela, so obresti v celoti neobdavčene;
- *Dividende, ki jih je prejel sklad od svojih naložb* se naložbeniku pripišejo v davčno osnovo, zmanjšane za 35% normiranih stroškov;
- *Druge sestavine*, ki so v celoti obdavčene.

### 3.4 Naložbe v dolžniške vrednostne papirje

Dolžniški vrednostni papirji so vrsta vrednostnih papirjev, ki imetniku dajejo pravico do vračila glavnice in pripadajočih obresti. Izplačila se izvedejo skladno z odplačilnim (amortizacijskim) načrtom, ki pomeni vnaprej določeno časovno razporeditev vračila dolga v določenih zneskih in obrokih, na podlagi katerih dolžnik izplačuje zapadle obveznosti upniku. Najpogostejši dolžniški vrednostni papirji so obveznice, blagajniški zapisi, komercialni zapisi, zakladne menice in zakladni zapisi. Za

naložbe fizičnih oseb so najzanimivejše obveznice in zakladne menice, zato jih bomo v nadaljevanju podrobneje prikazali.

### 3.4.1 Obveznice

#### *Splošno o obveznicah*

Z izdajo obveznic izdajatelj zbira finančna sredstva v obliki posojila. Obveznica je pravni dokument v obliki listine, s katero se dokazuje dolžniško-upniško razmerje. Izdajatelj obveznice (dolžnik) se zavezuje, da bo kupcu obveznice (upniku) tako pridobljena sredstva vrnil v določenem času, medtem pa mu bo plačeval obresti. Obveznica je lahko nominirana v tolarjih ali v tuji valuti. Z nakupom obveznice upnik ne postane lastnik podjetja in nima pravice upravljanja s podjetjem ali z naloženimi sredstvi. Obdobje, za katerega kupec obveznice izdajatelju posodi denar je daljše od enega leta, zato spadajo obveznice med dolgoročne vrednostne papirje. To obdobje imenujemo *zapadlost* in prične teči od datuma izdaje obveznice. Datum, ko mora biti posojilo vrnjeno, pa imenujemo *datum zapadlosti*. Vsaka obveznica ima *glavnico*, ki predstavlja osnovni znesek dolga ter *obresti*, ki predstavljajo nadomestilo upniku za posojen denar. Obvezne sestavine obveznice so (Brank 2000, 71):

- oznaka, da je obveznica,
- firma oziroma ime in sedež izdajatelja obveznice,
- firma oziroma ime kupca obveznice ali oznaka, da se obveznica glasi na prinosnika,
- denarni znesek, na katerega se glasi obveznica,
- višina obrestne mere, če je predvideno plačilo obresti,
- odstotek udeležbe pri dobičku, če je ta udeležba predvidena,
- roki za odplačilo glavnice in obresti,
- kraj in datum izdaje ter serijska in kontrolna številka obveznice,
- faksimile podpisa pooblaščenih oseb izdajatelja obveznice ter pravice iz obveznice.

Vrste obveznic glede na izdajatelja (Repovž, Peterlin 2000, 13):

- državne obveznice, so obveznice centralne vlade ali centralne oblasti,
- občinske obveznice, izdajajo jih javnopravne finančne organizacije, centralna vlada pa ne jamči za plačilo dolga in vračilo obresti,
- hipotekarne obveznice – zadolžnice, izdajajo jih javnopravne finančne organizacije, jamstvo vračila dolga pa pomeni hipoteka oziroma pravica zastave na nepremičnine,
- bančne obveznice, izdajajo jih banke, hranilnice in druge finančne organizacije,
- obveznice podjetij, izdajajo jih velika in mala podjetja.

Izdajatelj dolga navadno ne vrne v enem znesku, temveč v obrokih. Ti so razporejeni v zneskih, ki se za celoten čas odplačevanja dolga določijo ob izdaji obveznic v tabeli, imenovani *amortizacijski načrt*. Obroki so lahko letni, polletni ali četrletni. Izplačujejo se na podlagi kuponov, ki so zajeti v kuponski poli obveznice. Na vsakem kuponu je odtisnjen znesek iz amortizacijskega načrta. Obrok je sestavljen iz dela glavnice in spremenljivega dela obresti. Obresti se obračunavajo samo na preostanek dolga.

Kot smo zapisali, so obresti in termini izplačil vnaprej določeni, zato naložbe v obveznice običajno veljajo za manj tvegane kot naložbe v druge oblike vrednostnih papirjev. V povezavi s tem pa so nižji tudi donosi, ki jih prinašajo. Izjemo predstavljajo visoko tvegane obveznice, katerih izdajatelj so podjetja s slabo boniteto in zato upnikom prinašajo tudi višje obresti. Nekatero obveznice lahko poleg ali namesto obresti prinašajo upniku udeležbo pri dobičku izdajatelja obveznice, kar je na obveznici posebej označeno, vendar predstavljajo te oblike v slovenskem finančnem prostoru prej izjemo kot običaj.

#### *Oblikovanje cene obveznice*

Z obveznicami se živahno trguje tudi na borzi vrednostnih papirjev. Cena obveznice ali tečaj se oblikuje na osnovi ponudbe in povpraševanja. Za razliko od delnic se cena obveznic ne oblikuje absolutno, to je v številu denarnih enot, temveč relativno, v odstotkih odstopanja od nominalne vrednosti obveznice oziroma od 100 odstotkov (Repovž, Peterlin 2000, 15).

Ob spremembah tržne vrednosti obveznice veljajo sledeče zakonitosti, ki so pomembne za naložbenika:

- stopnja donosa je enaka nominalni obrestni meri takrat, ko je tržna vrednost delnice enaka njeni nominalni vrednosti;
- če je povpraševanje po obveznici večje od ponudbe, je tudi tržna vrednost višja od nominalne vrednosti. Stopnja donosa se zaradi nespremenjene nominalne obrestne mere zmanjša;
- če je povpraševanje po obveznici manjše od ponudbe, se tržna cena obveznice spusti pod njeno nominalno vrednost. Stopnja donosa obveznice se zato poveča;
- ob enaki spremembi stopnje donosa se bolj spremeni vrednost obveznic z daljšim rokom dospelja;
- ob enaki spremembi stopnje donosa se bolj spremeni cena obveznice z nižjo obrestno mero, kot cena obveznice z višjo obrestno mero.

### *Tveganja ob naložbah v obveznice*

Naložbeniki v obveznice so izpostavljeni različnim tveganjem. Najpogostejše oblike predstavljajo:

- *odkup pred dospeljem*, ki pomeni, da si lahko izdajatelj pridrži pravico predčasnega odkupa obveznic in nadomesti obstoječe z novo serijo,
- *tržno tveganje* predstavlja vrednost določene obveznice, ki je posledica obratno-sorazmernega odnosa med ceno obveznice in obrestno mero na denarnem trgu ter pomeni, da povečanje obrestnih mer na denarnem trgu povzroči znižanje vrednosti obveznic,
- *tveganje reinvestiranja* pomeni, da bo naložbenik dosegel na obveznici navedeno stopnjo donosa le, če bo vse prejemke iz obveznice ponovno naložil po stopnji donosa, ki je navedena na obveznici,
- *kreditno tveganje*, ki je tveganje, da izdajatelj obveznice ne bo izplačal obresti ali glavnice, ali pa bo z izplačili zamujal,
- *tveganje inflacije*, kar predstavljajo nižji predvideni donosi zaradi prihodnje inflacijske stopnje, v kolikor imetniku obveznice pripadajo le fiksne obresti,
- *valutno tveganje*, ki ga povzroči sprememba razmerja med domačo in valuto, v kateri je obveznica nominirana,
- *likvidnostno tveganje*, ki ga lahko povzroči zmanjšanje povpraševanja na sekundarnem trgu,
- *tveganje obrestne mere*, ki pomeni sprotno prilagajanje obrestnih mer in s tem donosnosti obveznice na novo nastalim razmeram na trgu.

Navkljub navedenemu predstavljajo obveznice v primerjavi z delnicami dokaj varno naložbo, saj večina izdajateljev zavaruje izdajo obveznic. Obrestna mera, ki je lahko fiksna ali spremenljiva za gibanje temeljne obrestne mere, je znana vnaprej s termini izplačil. Veliko obveznic vsebuje tudi klavzulo, ki v primeru predčasnega odkupa naložbeniku zagotovi nadomestilo.

### *Analiza trgovanja z obveznicami*

Povzeto po mesečni statistiki ljubljanske borze za mesec december in leto 2004 (št. 12/04), je v letu 2004 na borzi kotirala 101 obveznica in sicer 76 obveznic v borzni kotaciji in 25 obveznic na prostem trgu. V borzni kotaciji je znašal delež prometa z obveznicami v primerjavi z ostalimi vrednostnimi papirji 35,42% (13.511 poslov v skupni vrednosti 90.697 milijonov SIT), na prostem trgu pa 16,35% (5.448 poslov v skupni vrednosti 22.887 milijonov SIT). Število izdajateljev obveznic v borzni kotaciji je znašalo 12, na prostem trgu pa 15 izdajateljev.

**Tabela 3.6** Pregled skupin izdajateljev obveznic v letu 2004

Skupina izdajateljev	Obveznice v borzni kotaciji	Obveznice na prostem trgu
Republika Slovenija	36	0
Banke	34	16
Stanovanjski sklad RS	2	1
Zavarovalnice	0	1
Ostalo	4	7
<i>Skupaj</i>	76	25

Vir: mesečna statistika ljubljanske borze, letnik X, št. 12/04

Borzni indeks obveznic (BIO) so na dan 31. 12. 2004 sestavljale tri obveznice:

- *Slovenska odškodninska družba 2. izdaja (SOS2E)* z baznim tečajem 104,03,
- *Republika Slovenija 53. izdaja (RS53)* z baznim tečajem 103,50 in
- *Republika Slovenija 38. izdaja (RS38)* z baznim tečajem 111,58.

Letna donosnost BIO je v letu 2004 znašala 4,07%. Zaradi primerjave donosnosti obveznic z ostalimi naložbami, si bomo ogledali gibanje BIO v preteklih petih letih.

**Tabela 3.7** Gibanje BIO v letih od 2000 do 2004

Leto	Najvišja vrednost	Najnižja vrednost	Zaključna vrednost	Letna donosnost
2000	109,36	103,96	109,03	0,50%
2001	110,08	107,81	109,25	0,20%
2002	111,06	107,17	110,96	1,56%
2003	118,14	110,20	117,27	5,69%
2004	122,24	116,28	122,04	4,07%

Vir: mesečna statistika ljubljanske borze, letnik X, št. 12/04

Letne obrestne mere obveznic, ki so kotirale v letu 2004, so znašale od 3 do 10,5%, večina obrestnih mer pa se je gibala v razponu od 4,5 do 7%. Izplačilo kuponov je bilo letno ali polletno in le v enem primeru četrletno. Večina izdajateljev izplača glavnico ob zapadlosti obveznice. Obdobje zapadlosti pa znaša od 3 do 20 let.

**Tabela 3.8** Lastnosti najprometnejših obveznic v letu 2004

Koda	Izdajatelj	Apoenska sestava	Letna o. m.	Način odplačevanja	Obdobje v letih	Leto zapadlosti
SOS2E	SOD	51,13 EUR	6%	Obresti in glavnica polletno, 8 let moratorij na glavnico	20	2016
RS39	Republika Slovenija	1000 SIT	TOM +1%	Obresti in glavnica letno, 2 leti moratorij na glavnico	8,75	2008
RS57	Republika Slovenija	10.000 SIT	4,875%	Obresti letno, glavnica ob zapadlosti	10	2014
RS55	Republika Slovenija	10.000 SIT	5%	Obresti letno, glavnica ob zapadlosti	3	2007
RS53	Republika Slovenija	100 EUR	4,875%	Obresti letno, glavnica ob zapadlosti	15	2018

Vir: mesečna statistika ljubljanske borze, letnik X, št. 12/04

Za naložbenika je z vidika likvidnosti naloženih sredstev pomemben tudi podatek, da v letu 2004 ni bilo sklenjenega nobenega posla z dvajsetimi obveznicami, kar znaša 19,80% vseh obveznic. V borzni kotaciji je bilo največ poslov sklenjenih z obveznicami republike Slovenije, na prostem trgu pa z obveznicami SOD, ki so zajele kar 86,44% deleža v prometu. Razlog je predstavljal iztek moratorija na izplačilo glavnice.

### 3.4.2 Zakladne menice

Zakladna menica je kratkoročni imenski vrednostni papir, ki ga izdaja Ministrstvo za finance Republike Slovenije v nematerializirani obliki z vpisom v centralni register KDD. Zakladne menice se izdajajo v emisijah, skladno z razpisi ministrstva. Po ročnosti jih delimo na:

- *enomesečne zakladne menice*, ki se izdajajo v apoenih v vrednosti 10.000.000,00 SIT in so namenjeni le pravnim osebam ter
- *trimesečne, šestmesečne in dvanajstmesečne zakladne menice*, ki se izdajajo v apoenih v vrednosti 10.000,00 SIT in jih lahko kupujejo tudi fizične osebe.

Zakladne menice prinašajo naložbeniku obresti. Ob izdaji se nominalna obrestna mera posamezne emisije izračuna na podlagi cene, določene na avkciji.

Avkcija je polurni sestanek med izdajateljem in pooblaščenimi vpisniki (npr. banke), na katerem se vrši podajanje ponudb za odkup zakladnih menic s strani pooblaščenih vpisnikov ter sprejemanje ponudb za odkup s strani izdajatelja preko Intranet sistema Ljubljanske borze. Zakladne menice se vpišejo na podlagi sprejetih ponudb na avkciji.

Pooblaščen vpisnik poda ponudbo za odkup na avkciji na podlagi želene letne stopnje donosa naložbe v zakladno menico. Nominalna vrednost je v obliki tečaja izražena v višini 100%, ponudba za odkup pa v odstotku te vrednosti. Prodajno ceno

predstavlja zmnožek končnega doseženega tečaja na avkciji v odstotkih in nominalne vrednosti zakladne menice (10.000 SIT). Na podlagi prodajne cene, dosežene na avkciji, se izračuna končna obrestna mera. Obresti se v obliki diskonta odštejejo od nominalne vrednosti zakladne menice. Iz tega izhaja, da je zakladna menica diskontni vrednostni papir. Izplačilo nominalne vrednosti zakladne menice se izvede ob dospelosti. Za izplačilo imetnikom zakladnih menic odgovarja Republika Slovenija (vir: Prospekt za izdajo zakladnih menic, 2005)

**Tabela 3.9** Primerjava rezultatov avkcij izbranih zakladnih menic

Obdobje	Trimesečne zakladne menice		Šestmesečne zakladne menice		Dvanajstmesečne zakladne menice	
	Cena	OM v %*	Cena	OM v %*	Cena	OM v %*
04. 2003 05. 2003	98,286	6,90	96,350	7,22	93,845	6,49
08. 2003 09. 2003	98,446	5,98	97,092	5,92	94,314	5,85
12. 2003 01. 2004	98,744	5,03	97,530	5,12	95,006	5,20
04. 2004 05. 2004	98,974	4,10	97,873	4,30	96,120	3,99
08. 2004 09. 2004	99,079	3,68	98,179	3,67	96,392	3,70
12. 2004 01. 2005	99,086	3,65	98,237	3,55	96,580	3,50

Vir: spletna stran Ministrstva za finance RS (16. 3. 2005)

\* Nominalna letna obrestna mera v odstotkih

Na primarnem trgu fizične osebe ne morejo neposredno kupovati zakladnih menic od izdajatelja, ampak to storijo za njihov račun pooblaščenim vpisnikom (npr. pooblaščenim banke). Na sekundarnem trgu poteka trgovanje z zakladnimi menicami vsak delovni dan in sicer na borznem in odprtem trgu po pravilih trgovanja Ljubljanske borze.

V letu 2004 na Ljubljanski borzi ni bilo opravljenega prometa z zakladnimi menicami, v letu 2003 0,28%, v letu 2002 0,42% in v letu 2001 2,45% skupnega prometa na odprtem trgu (vir: mesečne statistike Ljubljanske borze, letniki VII, VIII, IX in X).

### **3.4.3 Obdavčitev dobička od naložb v dolžniške vrednostne papirje**

Kot smo zapisali v prejšnjih dveh poglavjih, prinašajo naložbe v dolžniške vrednostne papirje naložbeniku dobiček v obliki obresti. Enako kot pri obdavčitvi obresti iz naslova bančnih depozitov, spadajo za rezidente tudi te oblike dobičkov po ZDoh-1 v skupino *obresti z olajšavo do 300.000,00 SIT*, kar pomeni, da je obdavčen le

tisti del skupne vsote obresti, ki letno presega 300.000,00 SIT in sicer v višini 25%. Znesek se obračuna v napovedi dohodnine za preteklo leto.

Za naložbenika to pomeni previdnost pri načrtovanju naložb, saj spadajo v vsoto celotnih obresti, prejetih v enem letu, tudi obresti od naložb v vzajemne sklade in dohodek iz življenjskega zavarovanja, v kolikor je naložba krajša od desetih let.

### **3.5 Naložbe v lastniške vrednostne papirje**

#### **3.5.1 Delnice in Ljubljanska borza vrednostnih papirjev**

Opis vseh možnih vidikov delnic je zelo obširna in kompleksna tematika, zato se bomo v tem poglavju posvetili predvsem tistim lastnostim delnic, ki so pomembne za naložbenike pri izbiri in odločitvi za naložbo.

Lastniški vrednostni papirji ali delnice za naložbenika predstavljajo trajno naložbo v lastniški kapital podjetja. S tem naložbenik pridobi lastniški delež podjetja. V nasprotju z obveznicami, ki imajo rok dospelja, delnice tega roka nimajo. To pomeni, da so delnice vrednostni papirji brez roka dospelja, razen v primeru prenehanja delniške družbe.

Poleg deleža v delniški družbi, dajejo delnice njihovim lastnikom še dodatne pravice (Repovž, Peterlin 2000, 18):

- pravico do izplačila dividende,
- predkupno pravico pri izdaji novih delnic,
- pravico do glasovanja na skupščini delničarjev,
- pravica do obveščanja in
- pravico do deleža v likvidacijski masi.

Naložbeniki lahko kupujejo delnice na primarnem trgu ob javni ponudbi delnic in na sekundarnem trgu, ki ga predstavlja borza vrednostnih papirjev.

Na primarnem trgu kupuje kupec delnice ob prvi izdaji po nominalni vrednosti, ki pomeni delež kapitala družbe in je enakomerno razdeljen na skupno število izdanih delnic. V Sloveniji je najnižji nominalni znesek delnice 1000,00 SIT, lahko pa je tudi večkratnik omenjenega zneska. Ob povečanju kapitala družbe (izdaji nove serije delnic), pa imajo obstoječi delničarji predkupno pravico, ki pomeni prednosten odkup delnic po vnaprej določeni ceni, ki je navadno nižja od tržne. V letu 2004, je bilo na prosti trg Ljubljanske borze uvrščenih 19 novih serij delnic.

Na sekundarnem trgu poteka trgovanje po tržni ceni, katero oblikujeta ponudba in povpraševanje po posamezni delnici. Tržna cena se zato lahko bistveno razlikuje od nominalne vrednosti delnice. V tabeli si bomo ogledali razlike med nominalno in tržno vrednostjo izbranih delnic, ki so bile uvrščene na ljubljansko borzo v letu 2004.



**Tabela 3.10** Primerjava nominalne in tržne vrednosti delnic

Izdajatelj	Oznaka	Pričetek trgovanja	Nominalna vrednost	Tečaj 9. 3. 2005	Razlika
ARKADA HOLDING	AR1R	13.01.2004	1.000 SIT	990,00 SIT	- 1%
HRAM HOLDING	ST1R	27.01.2004	1.000 SIT	360,60 SIT	- 63,94%
VIZIJA HOLDING ENA	VZPG	03.02.2004	1.000 SIT	600,00 SIT	- 40%
ZVON DVA HOLDING	ZV2R	25.02.2004	1.000 SIT	470,00 SIT	- 53%
AKTIVA NALOŽBE	ATPG	27.02.2004	1.000 SIT	1.000,00 SIT	0%
TRDNJAVA HOLDING	TR0R	31.03.2004	1.000 SIT	309,00 SIT	- 69,10%
TRDNJAVA I HOLDING	TR1R	31.03.2004	1.000 SIT	310,00 SIT	- 69%
TRIGLAV NALOŽBE	TRSG	07.04.2004	1.000 SIT	380,00 SIT	- 62%
NAMA	NALN	30.04.2004	1.000 SIT	2.200,00 SIT	120%
POM-NALOŽBE	PPIG	13.05.2004	1.000 SIT	385,00 SIT	- 61,50%
METALKA TRGOVINA	MTGG	02.07.2004	1.000 SIT	100,10 SIT	- 89,99%
INFOND HOLDING I	IFHR	22.07.2004	1.000 SIT	581,20 SIT	- 41,88%
MERCATA	MR0R	27.07.2004	1.000 SIT	400,00 SIT	- 60%
M1	MR1R	04.08.2004	1.000 SIT	450,00 SIT	- 55%
ISKRA AVTOELEKTRIKA	IALG	26.10.2004	2.000 SIT	8.600,00 SIT	330%
MAKSIMA INVEST	MKIR	26.10.2004	1.000 SIT	474,00 SIT	- 52,60%
L EGOLES	LEGG	27.12.2004	1.000 SIT	370,00 SIT	- 63%

Vir: Mesečna statistika ljubljanske borze, letnik X, št. 12/04, Tečajnica Ljubljanske borze vrednostnih papirjev št. 47/05 in lasten izračun.

Iz tabele so razvidna velika odstopanja kar pomeni, da nominalna vrednost delnice za naložbenika ne predstavlja pomembne informacije. Pomembna je le za primer prenehanja družbe in poplačila lastnikov delnic, saj označuje delež posamezne delnice v likvidacijski masi družbe. Tu so lastniki navadnih delnic izplačani šele takrat, ko so poravnane vse terjatve, ki jih je imela družba do svojih upnikov.

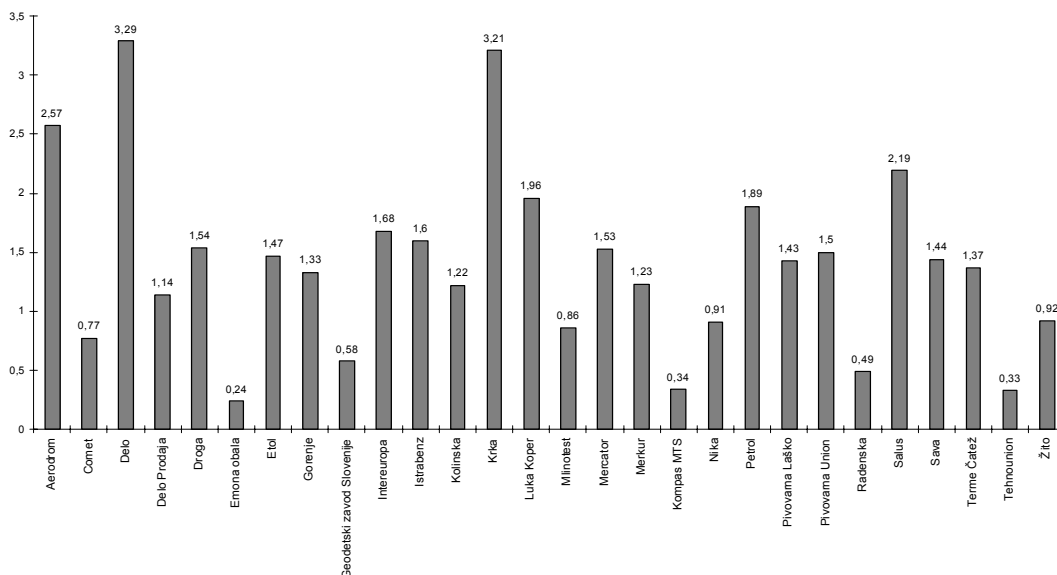
Delničarji imajo pravico do sorazmernega deleža dobička, ki ga je družba ustvarila. Sklep o delitvi dobička in njegovi višini sprejme skupščina delniške družbe. Dobiček se delničarjem izplača v obliki dividend. V letu 2004, so bile izplačane dividende 25-ih navadnih delnic od skupno 29-ih, ki kotirajo v borzni kotaciji, kar predstavlja 86,21% delnic. Na odprtem trgu je lastnikom prineslo dividende 28 navadnih delnic od skupno 113, kar predstavlja 24,78% delnic. Skupni delež navadnih delnic, ki so imele izplačane dividende tako znaša 37,32%.

Poleg dividend lahko delnice ustvarijo lastnikom tudi kapitalski dobiček. Kapitalski dobiček je pozitivna razlika med prodajno in nakupno ceno delnice. Povzeto po Veselinoviču (1995, 288) delnice zagotavljajo bodoče denarne tokove. Zato je vrednost delnice mogoče določiti na enak način kakor vrednost drugih finančnih naložb – kot sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov, ki so sestavljeni iz dveh elementov:

- pričakovanih letnih dividend in
- cene, ki jo naložbeniki pričakujejo v primeru prodaje delnice.

Pričakovana končna cena delnice vključuje povračilo originalne naložbe in dokončen kapitalski prirast.

**Slika 3.2** Stopnja spremembe vrednosti delnic borzne kotacije v letu 2004



Vir: Mesečna statistika ljubljanske borze, letnik X, št. 12/04

\* Stopnja je izračunana na osnovi knjižne vrednosti 31. 12. 2003 in tečaja 31. 12. 2004

Za delnice je značilno, da se njihova cena ne oblikuje samo na podlagi notranje cene delnic, temveč nanjo vpliva tudi borzna psihologija. Notranja vrednost delnic je razvidna iz dejanskih podatkov o finančni moči podjetja, podatkih o prej izplačanih dividendah, tržnih možnostih v prihodnosti, splošnega položaja v državi in svetu in podobnega. Borzno psihologijo pa sestavljajo špekulacije številnih vlagateljev, ki delnice kupujejo le za kratek čas. Tako so cene delnic tudi odraz njihovih pričakovanj v zvezi s podjetjem in njegovim gospodarskim okoljem. Na trgih vrednostnih papirjev v razvoju se cene (tečaji) navadno skokovito spreminjajo. Tečaj delnic torej oblikujejo:

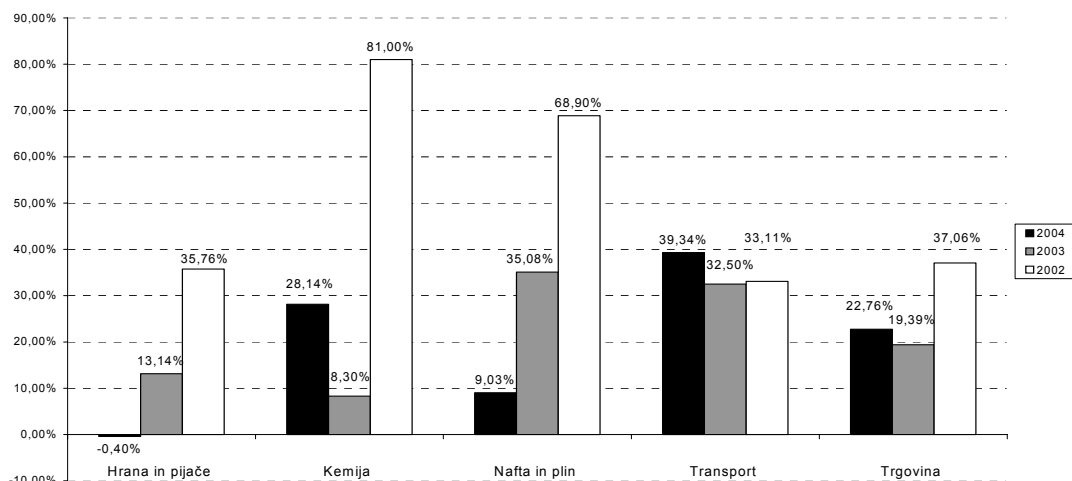
- dejanski kazalniki poslovanja podjetja,
- zaupanje v prihodnost gospodarstva in
- špekulativna pričakovanja – ugibanja o podjetju (Štravs, Ribič in Jagodic 1995, 80).

Navedeni avtorji nadalje predstavljajo kazalnike, ki so pomembni pri ocenjevanju naložb. Z njimi bomo prikazali pretekla gibanja delnic na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

*Donosnost kapitala* je splošno merilo poslovanja delniške družbe. Navadno se računa na vsako poslovno leto ali tudi vmesna obdobja (polletno, četrletno). Rezultate lahko primerjamo z rezultati drugih družb, ki delujejo v isti gospodarski panogi in

dobimo povprečno donosnost panoge (panožni indeks). Donosnost kapitala predstavlja razmerje med čistim dobičkom, ki ga je ustvarila družba in delniškim kapitalom. Slika 3.3 predstavlja donosnost posameznih slovenskih panog v letih od 2002 do 2004.

**Slika 3.3** Gibanje panožnih indeksov

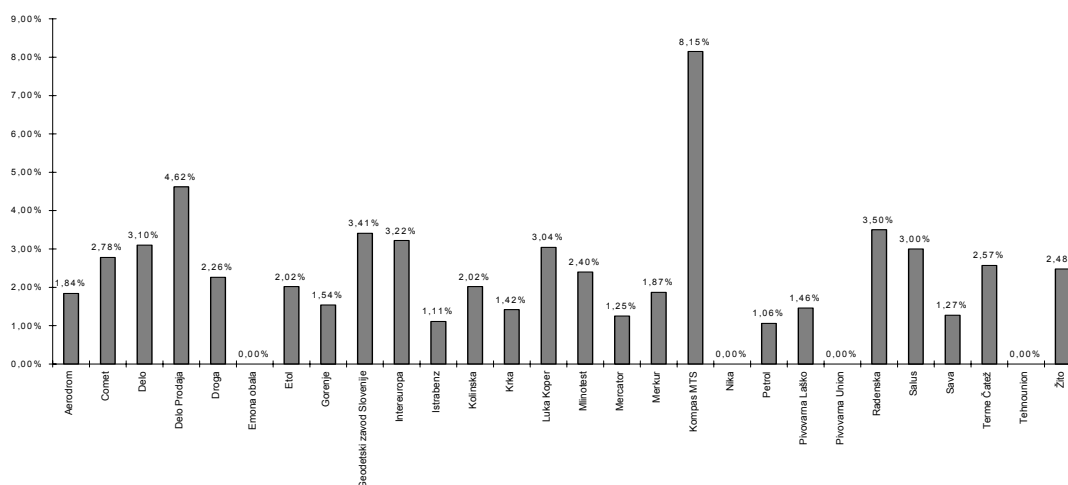


Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev (marec 2005)

*Dobiček na delnico* predstavlja razmerje med čistim dobičkom, namenjenim navadnim delničarjem in številom navadnih delnic.

*Donosnost dividende* ali *dividendna stopnja* pove, kolikšna je tekoča donosnost naložbe v eno delnico. Kazalnik omogoča primerjavo z donosnostjo drugih naložb. Dividendno stopnjo predstavlja razmerje med zadnjo letno dividendo na navadno delnico in tečajem delnice.

**Slika 3.4** Dividendne stopnje navadnih delnic borzne kotacije v letu 2004



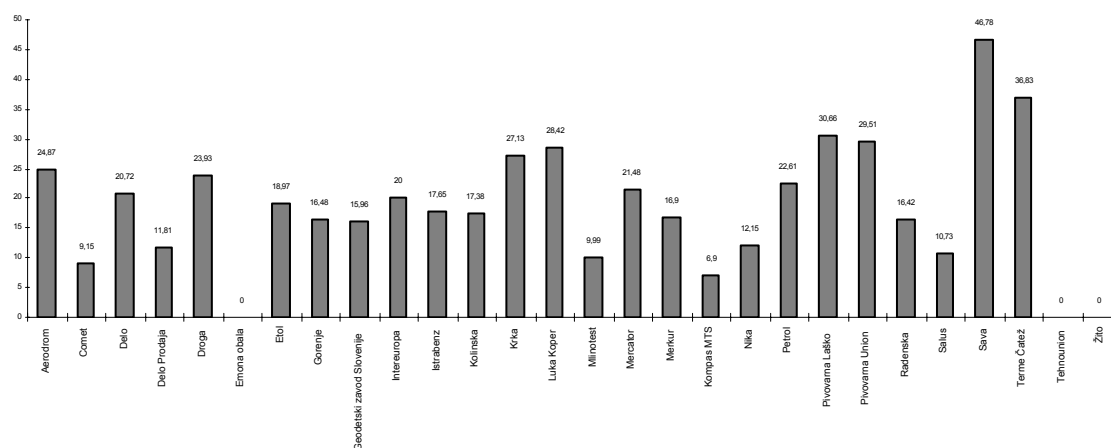
Vir: Mesečna statistika ljubljanske borze, letnik X, št. 12/04

\*Dividendne stopnje so izračunane po tečaju na dan 31. 12. 2004

Iz slike lahko razberemo, da višine dividendnih stopenj ne odstopajo bistveno od obrestnih mer bančnih depozitov ali dolžniških vrednostnih papirjev razen v primeru delnic Kompasa MTS.

*Razmerje T/D* (angleško P/E ali »price-earnings ratio«) predstavlja razmerje med tečajem delnice in dobičkom na delnico. Prikaže nam, za kolikokrat je trenutni tržni tečaj večji od dobička na delnico. Pri uporabi tega kazalnika pa je potrebna previdnost, saj razmerje lahko odraža dobro obetavnost podjetja, lahko pa tudi trenutne špekulativne motive na trgu. Izračun omogoča tudi medsebojno primerjavo različnih družb ali naložb.

**Slika 3.5** Razmerje T/D navadnih delnic na dan 31. 12. 2004

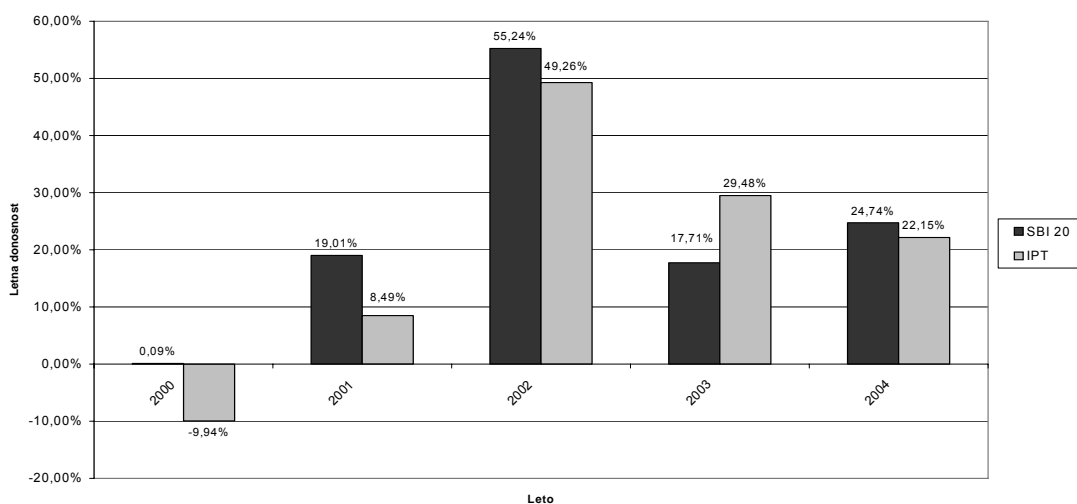


Vir: Mesečna statistika ljubljanske borze, letnik X, št. 12/04

V obravnavanih primerih smo prikazovali stanje delnic, ki kotirajo v borzni kotaciji, zato moramo omeniti, da se kazalniki delnic prostega trga razlikujejo. Zaradi omejenosti vsebine naloge prostega trga ne bomo podrobneje razdelali, saj je mogoče na predstavljen način analizirati posamezne delnice ali pa portfelje, skladno z naložbenikovim načrtom.

Splošni kazalci naraščanja in upadanja tečajev vrednostnih papirjev so *borzni indeksi*. Naložbenikom služijo kot kazalci trenda na trgu. Navadno se izračunavajo na podlagi gibanj najprometnejših delnic na borzi. Na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev odraža gibanja Slovenski borzni indeks (SBI 20) za delnice v borzni kotaciji, za delnice na odprtem trgu pa Indeks prostega trga (IPT). V nadaljevanju si bomo ogledali letno donosnost obeh indeksov v obdobju od leta 2000 do 2004.

**Slika 3.6** Letna donosnost SBI 20 in IPT



Vir: Mesečna statistika ljubljanske borze, letnik X, št. 12/04

### 3.5.2 Tveganja ob naložbah v delnice

Veselinovič navaja (1995, 237 – 247), da je naložbeno tveganje povezano z verjetnostjo, da bo dejanska donosnost nižja od pričakovane. Čim večja je verjetnost nizke ali negativne donosnosti, tem bolj tvegana je naložba. V prejšnjem poglavju smo navedli, da v primeru delnice predstavljata donos dividenda in kapitalski donos. Zato lahko povzamemo, da čim bolj tvegana je delnica (večja verjetnost, da podjetje ne bo sposobno izplačati pričakovanih dividend ali da cena delnice ne bo narasla toliko, kot pričakujemo), tem višja mora biti pričakovana stopnja donosa, da se odločimo za naložbo. Tveganje ob naložbi v prednostne delnice je nižje od tveganja naložbe v navadne delnice, saj imajo prve zagotovljeno dividendo.

Od vseh naložbenih možnosti, ki smo ji opisali v nalogi, imajo delnice najvišjo volatilitnost. To pomeni za naložbenika pazljivost pri odločitvi, kdaj bo kakšno delnico kupil ali prodal, saj je za delnice značilno dnevno nihanje vrednosti, na kar imajo poleg poslovnih informacij vpliv tudi špekulativni motivi.

Likvidnostno tveganje je pri delnicah v borzni kotaciji nizko, višje pa pri nekaterih delnicah na prostem trgu. Likvidnost je povezana tudi z gibanjem vrednosti delnice, saj velika ponudba lahko pomeni nižanje cene.

### **3.5.3 Obdavčitev dobička od naložb v lastniške vrednostne papirje**

*Kapitalski dobiček*, ustvarjen s prodajo delnic, se izračunava kot razlika med prodajno in nakupno ceno delnic. Ta je neobdavčen v primeru, da naložbenik delnice proda po treh letih od nakupa. V primeru, da ima naložbenik delnice v lasti krajše obdobje in jih proda s pozitivno razliko, bo moral za dosežen dobiček plačati dohodnino. Akontacija davka za kapitalski dobiček znaša 25%. Poleg tega se znesek dobička upošteva v dohodnini in lahko povzroči zvišanje dohodninskega razreda in s tem davčne stopnje. Nadalje ZDoh-1 predvideva olajšave, v katerih naložbenik upošteva nakupne in prodajne stroške (stroški borznega posrednika, KDD, borze) v višini odstotka nakupne in odstotka prodajne vrednosti. Davčno olajšavo predstavlja tudi prodaja delnic z izgubo, ker lahko naložbenik to izgubo upošteva pri prodaji delnic s pozitivno razliko in tako zmanjša davčno osnovo. Pri slednjem velja omejitev, da mora naložbenik imeti delnice v lasti dlje kot 30 dni in po prodaji z izgubo jih ne sme kupiti pred 30-mi dnevi.

*Dividende* so obdavčene z dohodnino. Obdavčitev se izvede v dveh korakih. Prvi korak je plačilo akontacije, za katero predstavlja davčno osnovo celoten znesek, ki je namenjen naložbeniku. Akontacija se obračuna v višini 25%, katero odvede izplačevalec dividende pred izplačilom naložbeniku. Ta prejme znesek v višini 75% celotnega zneska. Drugi korak predstavlja dokončno plačilo davka ob davčni napovedi. Davčna osnova je bruto znesek dividende, ki se zmanjša za 35% olajšave. Tako naložbenik prišteje 65% bruto vrednosti delnice k drugim dohodkom in se tako uvrsti v določen dohodninski razred, od katerega je odvisna davčna stopnja. Pri tem pa se upošteva olajšava za znesek akontacije, katerega je že plačal izplačevalec.

### 3.6 Naložbe v izpeljane finančne inštrumente

Izpeljani finančni inštrumenti (IFI) so predvsem namenjeni obvladovanju različnih oblik finančnih tveganj. Različne ustanove in podjetja jih uporabljajo za varovanje poštene vrednosti v prihodnosti ali pa z njimi trgujejo. Kot slednje lahko predstavljajo tudi naložbeno možnost fizičnim osebam, vendar jih zaradi njihove zapletenosti in pomanjkanja znanja ti redkeje uporabljajo.

MRS 39 v 9. odstavku opredeljuje IFI kot finančni inštrument ali drugo pogodbo s področja tega standarda z vsemi tremi spodaj navedenimi značilnostmi:

- njegova vrednost se spremeni in se tako odzove na spremembo podrobno določene obrestne mere, cene finančnih inštrumentov, cene blaga, deviznega tečaja, indeksa cen ali tečajev, zaupajske (kreditne) sposobnosti ali zaupajskega (kreditnega) indeksa ali drugih spremenljivk,
- ne zahteva začetne čiste finančne naložbe ali pa le majhno naložbo, ki je manjša kot pri drugih vrstah pogodb, za katere se pričakuje podoben odziv na spremembe tržnih razmer in
- poravnan je na datum v prihodnosti.

Z vidika tveganja uporabe IFI ločimo inštrumente, katerih cena je uvrščena na borzo ter inštrumente, ki jih sklepamo neposredno s finančno ustanovo in katerih cena je predmet pogodbenega dogovora.

Izpeljane finančne inštrumente delimo v štiri skupine (Peterlin 2003, 109-117):

- *Terminski posel (forward)* zagotavlja večjo varnost pred nenadnimi spremembami cen na trgu. Pomeni pogodbo o nakupu ali prodaji nekega osnovnega inštrumenta z rokom izvršitve v prihodnosti po ceni, dogovorjeni ob sklenitvi pogodbe. Najpogosteje uporabljani obliki sta valutni terminski posel in obrestni terminski posel;
- *Terminske pogodbe (futures)* so zavezujoč dogovor o nakupu oziroma prodaji standardne količine nekega natančno opisanega osnovnega inštrumenta standardne kakovosti na standardiziran dan v prihodnosti po ceni, dogovorjeni v sedanjosti. V standardni specifikaciji so določeni količina, kakovost, čas in kraj dobave, zato se v določanju terminskih pogodb o naštetih elementih ne pogaja. Predmet dogovora med kupcem in prodajalcem je le cena. Zaradi teh lastnosti je zagotovljena popolna zamenljivost pogodb, ki se glasijo na enak osnovni finančni inštrument. S terminskimi pogodbami se trguje tudi na borzah;
- *Zamenjava (swap)* je zavezujoč dogovor med dvema pogodbenima strankama, da zamenjata eno sredstvo za drugo. Pri določanju pogodbenega odnosa pogoji niso standardizirani. Pogodbe se redko sklepajo neposredno, ampak se dogovor sklene s finančni posrednikom (banko), ki išče nasprotno stranko. Najpogostejši obliki sta obrestna zamenjava in valutna zamenjava;

- *Opcija (option)* je finančni inštrument, ki ob plačilu premije daje lastniku pravico in mu ne nalaga obveznosti, da v prihodnosti na dogovorjen datum kupi ali proda točno določen osnovni finančni inštrument po ceni, dogovorjeni ob sklenitvi pogodbe. Za razliko od terminskega posla kupec opcije ni dolžan izkoristiti, ampak jo lahko uporabi, če je to zanj ugodno. V primeru trgovanja z opcijami, je s plačano premijo (ta predstavlja tudi ceno opcije) določena najvišja možna izguba. Ob prodaji opcije je izguba teoretično neomejena, premija pa pomeni odškodnino za prevzem tveganja. Višina premije je odvisna od gotovinske cene osnovnega inštrumenta, izvršilne cene opcije, časa do zapadlosti opcije, nestanovitnosti osnovnega inštrumenta, tržne obrestne mere in višine izplačanih dividend (če je osnovni inštrument delnica). Z opcijami se trguje na organiziranem trgu (borzi) in bančnem trgu.

Pomembna značilnost IFI je, da je začetna naložba veliko nižja od vrednosti osnovnega finančnega inštrumenta, kar lahko za naložbenika pomeni visok donos ali izgubo glede na začetno naložbo ob spremembi vrednosti osnovnega inštrumenta. Za naložbe fizičnih oseb sta najprimernejši obliki opcije in terminske pogodbe, saj se z njima trguje tudi na borzah.

Za dosežen dobiček iz trgovanja z IFI so fizične osebe oproščene plačila davka.



#### 4 USTREZNOST NALOŽBE GLEDE NA NALOŽBENO POLITIKO NALOŽBENIKA

V tem poglavju bomo opredelili prednosti in slabosti posameznih vrst naložb za naložbenika in poskušali izbrati ustrezno vrsto glede na naložbenikove finančne cilje. Kriterije ocenjevanja naložb predstavljajo tveganje, donosnost, likvidnost, obdavčitve in obveščenost naložbenika.

*Tveganje naložbe* in *donosnost* sta med seboj tesno povezana. V splošnem velja pravilo, da so naložbe z večjim tveganjem tudi donosnejše. Naložbeniki praviloma ne iščejo naložb, ki bi ob isti donosnosti kot jo imajo ostale naložbe, prinašale višjo stopnjo tveganja. Tveganje pri naložbah pomeni, da je njihov donos negotov in nepredvidljiv. Za ocenjevanje tveganja poznamo različna orodja, ki temeljijo na statističnih obdelavah dogodkov iz preteklosti, vendar nam ta dajejo odgovore le na osnovi preteklih dogajanj, zato je pri izbiri naložbe potrebno upoštevati tudi trenutno stanje subjekta, kamor naložbenik nalaga svoja sredstva ter ekonomsko, gospodarsko in politično okolje, ki bodo vplivali na dogodke v prihodnosti. Tako je verjetnost za izbiro ustrezne oblike večja.

Glede na donosnost lahko rečemo, da so najboljše špekulativne naložbe, ki ob najvišjem tveganju v najkrajšem času prinašajo največ. Vendar ta oblika ni primerna za vse vrste naložbenikov zaradi njihovega različnega odnosa do tveganja, znanja, informiranosti in ne nazadnje tudi finančnih zmožnosti. Poleg tega pa morajo biti donosi nadpovprečno visoki tudi zaradi obdavčitve dobička. Za večino naložbenikov so najprimernejše tiste oblike, katerih donosi so višji od bančnih obresti, enakomerni in pri katerih naložbeniku ni potrebno stalno spremljanje dogajanj na trgu.

*Likvidnost* za naložbenika pomeni, kako hitro lahko spremeni naložena sredstva v denar. Glede na likvidnost lahko naložbe ločimo na tiste, katerih unovčljivost je pogodbeno določena na termin v prihodnosti, kar lahko pri nekaterih oblikah traja tudi več desetletij ter na naložbe, ki so unovčljive po naložbenikovi izbiri. Nekatere naložbe z določenim datumom preteka lahko naložbenik tudi predčasno unovči, vendar ima to svojo ceno ali pa mu subjekt nudi možnost najema kredita, katerega obresti so navadno višje od donosa naložbe. Oblike pri katerih lahko naložbenik sam izbira unovčljivost, so z vidika likvidnosti najugodnejše. Kljub temu pa je pomembno obdobje v katerem je unovčljivost opravljena, saj se vrednosti teh naložb navadno spreminjajo.

*Obdavčitev* dobička je naslednji pomemben kriterij, ki vpliva na neto zaslužek naložbenika. Različne oblike naložb so obdavčene po različnih davčnih stopnjah, ki se lahko razlikujejo tudi po času trajanja naložbe. Pomembno je, da naložbenik načrtuje naložbe tako, da bo lahko v čim večji meri uveljavljal davčne olajšave in davčne oprostitve.

Pravilna *obveščенost naložbenika* je nujna pri izbiri naložbe, saj mora biti ta seznanjen z vsemi pogoji in vplivi na naložbo. Pomembna je tudi v času trajanja naložbe, saj lahko naložbenik le tako pravočasno in pravilno reagira na pozitivne ali negativne spremembe, od katerih je naložba odvisna.

#### 4.1 Prednosti in slabosti posameznih naložb

Glede na predstavljene kriterije bomo predstavili splošne prednosti in slabosti posameznih naložb z vidika naložbenika.

**Tabela 4.1** Primerjava prednosti in slabosti posameznih naložb

<i>Vezane vloge v bankah in hranilnicah</i>	
Prednosti	Slabosti
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Varnost naložbe</li> <li>- Zaščitna zakonodaja in nadzor BS</li> <li>- Znana obrestna mera</li> <li>- Olajšava pri obdavčitvi obresti do višine 300.000 SIT</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nizka donosnost glede na ostale možnosti</li> <li>- Nelikvidnost sredstev (termin izplačila je določen s pogodbo)</li> <li>- Tvegaje inflacije</li> </ul>
<i>Naložbe v osebna zavarovanja</i>	
Prednosti	Slabosti
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nizko tveganje</li> <li>- Vključujejo dodatne storitve (zavarovanje)</li> <li>- Pri klasičnih zavarovanjih je donos zajamčen</li> <li>- Delno zavarovanje naloženih sredstev</li> <li>- Naložbe v obdobju daljšem od desetih let niso obdavčene</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nelikvidnost sredstev (termin izplačila je določen s pogodbo)</li> <li>- Ob predčasnem unovčenju sredstev je potrebno plačati visoko ceno</li> <li>- Tveganje inflacije</li> <li>- Nejasno določanje dobička zavarovalnic, ki se pripiše zavarovancem</li> </ul>
<i>Naložbe v vzajemne sklade</i>	
Prednosti	Slabosti
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nizko tveganje zaradi razpršenosti sredstev</li> <li>- Možni so relativno visoki donosi</li> <li>- Izbira glede na naložbeno politiko sklada</li> <li>- Dostopne informacije in obveščanje</li> <li>- Profesionalno upravljanje premoženja</li> <li>- Likvidnost sredstev</li> <li>- Davčne olajšave za del dobička v obdobju daljšem od treh let</li> <li>- Omogočajo varčevanje manjših zneskov</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vstopne, izstopne in upravljalvske provizije DZU</li> <li>- Celotna obdavčitev dobička za kratkoročne naložbe</li> <li>- Relativno majhen kapitalski trg v Sloveniji</li> <li>- Valutno tveganje ob naložbah v tujini</li> <li>- Plačilo provizije ob zamenjavi sklada</li> </ul>

<i>Naložbe v dolžniške vrednostne papirje</i>	
Prednosti	Slabosti
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Obrestna mera je znana vnaprej in je navadno višja od bančnih</li> <li>- Jamstvo za izplačilo ali zavarovanje izdaje</li> <li>- Izplačila se izvajajo po vnaprej določenem amortizacijskem načrtu</li> <li>- Možnost trgovanja na borzi in s tem boljša likvidnost</li> <li>- Izdaje so lahko nominirane v domači ali tuji valuti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Možnost odkupa pred dospetjem</li> <li>- Likvidnostno tveganje</li> <li>- Valutno tveganje</li> <li>- Tveganje spremembe obrestne mere in s tem povezano tržno tveganje</li> <li>- Relativno skromno trgovanje na Ljubljanski borzi</li> <li>- Obdavčitev obresti nad 300.000 SIT letno</li> </ul>

<i>Naložbe v lastniške vrednostne papirje</i>	
Prednosti	Slabosti
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Možni so visoki donosi</li> <li>- Donos je sestavljen iz dividend in pozitivne razlike med prodajno in nakupno ceno</li> <li>- Likvidnost naloženih sredstev</li> <li>- Predkupna pravica pri izdaji nove serije delnic</li> <li>- Primerne so za špekulativne naložbe</li> <li>- Na voljo je veliko informacij</li> <li>- Davčne olajšave za kapitalski donos ob naložbah, ki so daljše od treh let</li> <li>- Ob prodaji delnic z izgubo, je le to možno uveljavljati kot olajšavo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Visoko tveganje naložbe</li> <li>- Potrebno poznavanje področja</li> <li>- Visoka volatilitnost vrednosti delnic</li> <li>- Dividende navadnih delnic niso zajamčene</li> <li>- Relativno majhen slovenski kapitalski trg</li> <li>- Mali delničarji imajo omejen vpliv na poslovanje podjetja</li> <li>- Posredni vpliv politike na stanje na trgu</li> <li>- Obdavčitev dividend v celoti in kapitalskih donosov naložb, ki so krajše od treh let</li> </ul>

<i>Naložbe v izpeljane finančne instrumente</i>	
Prednosti	Slabosti
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Možni so visoki donosi</li> <li>- Ne zahtevajo visoke začetne naložbe</li> <li>- Donos je sestavljen iz pozitivne razlike med prodajno in nakupno ceno</li> <li>- Primerne so za špekulativne naložbe</li> <li>- Dobiček je v celoti neobdavčen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Visoko tveganje naložbe</li> <li>- Potrebno je dobro poznavanje področja</li> <li>- Cena je odvisna od sprememb vrednosti osnovnega instrumenta</li> <li>- Majhen obseg trgovanja na slovenskem trgu</li> </ul>

Iz predstavljenega je razvidno, da se naložbe med seboj močno razlikujejo. Zato je za naložbenika najugodnejše, da svoja sredstva naloži v različne oblike in si tako ustvari ustrezen portfelj. Z njim zniža tveganje v primerjavi z najbolj tveganimi naložbami ter poveča donos v primerjavi z najmanj tveganimi.

#### **4.2 Oblikovanje portfelja**

Portfelj pomeni za naložbenika orodje, s katerim bo ta poskušal doseči svoje finančne cilje. Sestava portfelja je zato odvisna od ciljev in finančnih zmožnosti naložbenika ter strategije vlaganja sredstev. V nadaljevanju bomo ločili med špekulativnimi in strateškimi naložbami, saj se njihove značilnosti razlikujejo in naložba, ki je za eno vrsto zelo ustrezna, je lahko za drugo neprimerna.

Glavno razliko med špekulativnimi in strateškimi naložbami predstavlja čas, v katerem želi naložbenik doseči ustrezen donos. Špekulant bo predvsem kupoval tiste delnice, za katere na osnovi informacij predvideva, da bodo v kratkem obdobju dosegle

višjo tržno vrednost. Pri tem ne daje veliko poudarka na dividende ali lastniško upravljanje. Ko delnice dosežejo načrtovano vrednost, jih proda. Zaradi značilnosti obdavčitev kratkoročnih naložb, bo moral na ta način doseči višje donose, kot jih dosega dolgoročni naložbenik, da se mu bo izbrani način izplačal. Hkrati ta profil vlagateljev vlaga večino svojih sredstev le v nekaj posamičnih naložb in s tem prevzema zelo visoko tveganje. Zaradi stroškov trgovanja, je ta način smiseln za naložbenike z višjo količino sredstev.

Strateški naložbenik pa svoje premoženje razdeli v večje število različnih naložb in s tem ustvari portfelj. Zanj je pomembno, da mu bo razporeditev sredstev v različne naložbe dolgoročno prinesla zadovoljiv donos ob čim nižjem tveganju. Premoženje je razdeljeno v netvegane naložbe, kot so bančni depoziti, državni vrednostni papirji, osebna zavarovanja in/ali nizko tvegane obveznice ter tvegane naložbe, ki jih predstavljajo delnice in vzajemni skladi. Na ta način, se naložbenik izogne predvsem dejavnikom sistematičnega tveganja.

Del portfelja, ki zajema delnice, je razdeljen še na delnice različnih izdajateljev. S tem naložbenik pomembno zniža nesistematično tveganje. Kratkoročna sunkovita nihanja vrednosti posameznih delnic ne vplivajo tako močno na nihanje skupne vrednosti portfelja. Za dolgoročne naložbe je najugodnejše, da je delniški del portfelja oblikovan skladno s sestavo borznega indeksa (npr. SBI 20), v katerem delnice posameznega podjetja zajemajo podoben delež kot znaša njihova kapitalizacija na borzi. Zaradi majhnosti slovenskega borznega trga zadostuje deset delnic borznega indeksa z dobro boniteto. Možnost zniževanja tveganja predstavljajo tudi naložbe, ki so razdeljene v različne panoge in naložbe na tuje kapitalske trge.

Pri sestavi portfelja je pomembno, da naložbenik loči med sredstvi, ki so namenjena za dolgoročne naložbe in sredstvi, ki so namenjena določenim kratkoročnim ciljem ali nenačrtovanim izdatkom. Za slednje je priporočljivo, da si naložbenik ustvari varnostni sklad, katerega sestavljajo kratkoročni bančni depoziti ali kratkoročni državni vrednostni papirji (npr. Zakladne menice). S tem se naložbenik izogne tveganju, da bo moral za nujne ali nenačrtovane izdatke prodajati vrednostne papirje ob neugodnem času. Ker so te vrste naložb najmanj donosne, je potrebno izbrati ustrezno višino sredstev glede na status in potrebe naložbenika, saj bo prevelik delež sredstev v teh oblikah povzročil nepotrebno nižanje donosa portfelja.

Ustreznost razmerja deležev posameznih naložb se skozi čas spreminja. V začetnem obdobju lahko naložbenik, ki ima že oblikovan varnostni sklad, večino sredstev vloži v delnice ob upoštevanju razpršitve na različne izdajatelje, manjši del pa v netvegane oblike. V zaključnem obdobju pa je priporočljivo, da sredstva iz tveganih oblik postopno prenaša v netvegane oblike.

## **5 OCENA PRIHODNIJH GIBANJ V SLOVENSKEM FINANČNEM PROSTORU**

Za zaključek bomo skušali na kratko predvideti še prihodnje dogodke, ki bodo vplivali na stanje v slovenskem finančnem trgu in s tem na možnosti zaslužka naložbenikov.

Doseganje s strani EU določene letne inflacijske stopnje bo tudi v prihodnje vplivalo na višine bančnih obrestnih mer ter posledično tudi obrestnih mer obveznic. Obrestne mere se zato najbrž ne bodo višale. Na bančnem trgu bo pozitivne spremembe prinesla večja konkurenca s strani tujih bank, vendar se bo ta odražala predvsem v obliki ugodnejših kreditov in drugih storitev, ne pa toliko v primeru depozitov.

Večina vzajemnih skladov je usklajenih z novo zakonodajo in s tem so dobili tudi možnost nalaganja sredstev v tujino v večjem deležu. Glede na relativno majhnost domačega kapitalskega trga in prihod tujih vzajemnih skladov v Slovenijo, se bodo domači skladi v večjem obsegu usmerjali v tujino. Pri tem bodo zanimive tudi naložbe v države nekdanje Jugoslavije, kjer so domače DZU v prednosti pred konkurenco zaradi poznavanja razmer. Ob upoštevanju teženj približevanja balkanskih držav EU se bo tam lahko ponovila zgodba slovenskega kapitalskega trga iz preteklega desetletja. Posebno priložnost za nadpovprečne donose v skupini vzajemnih skladov bodo na domačem trgu pomenili manjši vzajemni skladi, ki se bodo lažje prilagajali razmeram in bo imela rast posamezne delnice večji vpliv na vrednost njihovega portfelja ter nove oblike skladov, ki sredstva vlagajo pretežno v razvijajoče se tuje trge in indeksne sklade.

Obetata se nam nova pokojninska in davčna reforma. Obe sta usmerjeni k izboljšanju konkurenčnosti slovenskega gospodarstva in njegovemu razvoju. To po eni strani pomeni zmanjševanje obremenitve gospodarskih družb in s tem boljše poslovanje ter višje donose, po drugi strani pa povečanje odgovornosti posameznika, kateremu nalaga del skrbni za njegov prihodnji finančni status. Slednje med drugim pomeni povečanje sredstev, ki jih bodo posamezniki vlagali v finančne naložbe. Obe dejstvi nakazujeta, da bodo v prihodnje vrednosti delnic naraščale, saj bo povpraševanje najbrž večje kot ponudba, zlasti v primeru, če bo izboljšanje konkurenčnosti pritegnilo tudi tuje naložbenike. Posebno priložnost bodo pomenile delnice podjetji v državni lasti, ko bodo pričele kotirati na trgu, kar je tudi ena od usmeritev vlade.

Ob koncu lahko zaključimo, da bo v slovenskem finančnem prostoru tudi v prihodnje za fizične osebe in gospodinjstva, ob pravilni razporeditvi premoženja in upoštevanju zmanjševanja dejavnikov tveganja na celotno premoženje, dovolj priložnosti za doseganje ustreznih donosov.

## LITERATURA

- Balkovec, Janez. 2000. *Skrb za osebno premoženje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Biloslavo, Roberto. 2001. *Metode in modeli za management*. Koper: Visoka šola za management v Kopru.
- Bobek, Dušan. 1992. *Finančni trg*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
- Dimovski, Vlado, Aleksandra Gregorič. 2000. *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Hedges, Burke. 2003. *Finančna svoboda*. Ljubljana: Založba Tuma.
- Herbert, B. Majo, 2004. *Financial Institutions, Investments, and Management: An Introduction, 8e*. Ohio, Mason: South-Western.
- Ivanjko, Šime, Simona Ivanjko, Leo Ivanjko, Klementina Ihanec. 1999. *ABC zavarovalništva s praktičnimi primeri*. Maribor: Založba Kapital.
- Jereb, Eva, Bohanec Marko, Vladislav Rajkovič, 2003. *DEXi – Računalniški program za večparametrsko odločanje*. Kranja: Moderna organizacija.
- Kleindienst, Robert, 2001. *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. Ljubljana: GV Založba d.o.o.
- Kobeja, Boris. 2002. *Napotki za pisanje seminarske in diplomske naloge*. Koper: Visoka šola za management.
- Lah, Marko. 2000. *Makroekonomsko okolje*. Koper: Visoka šola za management.
- Mramor, Dušan. 2000. *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Mramor, Dušan. 1999. *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Narodna in univerzitetna knjižnica.
- Peterlin, Jožko. 2003. *Finančna tveganja in vrednost podjetja*. Koper: Fakulteta za management.
- Repovž, Leon, Jožko Peterlin. 2000. *Financiranje*. Koper: Visoka šola za management.
- Stančič, Gojko, Viljem Merhar, Viljem Rupnik, Miran Mihelčič, Pavel Štular, Peter Glavič. 2001. *Manifest nove ekonomije*. Ljubljana: Inštitut za delničarstvo.
- Štravs, A. Sašo, Mirjana Ribič, Zvone Jagodic. 1995. *Borza vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Novi Forum.
- Temple, Peter. 2004. *Magic Numbers for Stock Investors*. Singapore: John Wiley & Sons
- Tratnik, Monika. 2002. *Osnove raziskovanja v managementu*. Koper: Visoka šola za management.
- Usenik, Janez. 2000. *Matematične metode v managementu. Poslovni račun*. Koper: Visoka šola za management.
- Veselinovič, Draško. 1995. *Borzni priročnik*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- , 2001. *Moje finance, vodnik za upravljanje osebnega premoženja*. 1. izdaja. Ljubljana: Časnik Finance.

## VIRI

- Adriatic Zavarovalna družba: <http://www.adriatic.si/> (3. 5. 2005).
- Agencija za zavarovalni nadzor: <http://www.a-zn.si/> (25. 2. 2005).
- Banka Koper: <http://www.banka-koper.si/> (26. 2. 2005).
- Banka Slovenije: <http://www.bsi.si/> (26. 2. 2005).
- Državni zbor republike Slovenije: <http://www.dz-rs.si/> (22. 2. 2005).
- Finance: <http://www.finance.com/> (20. 4. 2005).
- KD Group: <http://www.kd-group.si/> (20. 4. 2005).
- Ljubljanska borza vrednostnih papirjev: <http://www.ljse.si/> (22. 4. 2005).
- Mojdenar.com: <http://www.mojdenar.com/> (12. 5. 2005).
- Nova Ljubljanska banka: <http://www.nlb.si/> (26. 2. 2005).
- Poštna banka Slovenije: <http://www.pbs.si/> (26. 2. 2005).
- Skladi.com: <http://www.skladi.com/> (27. 2. 2005).
- Slovenica: <http://www.slovenica.si/> (3. 5. 2005).
- Statistični urad Republike Slovenije: <http://www.stat.si/> (14. 3. 2005).
- Vzajemci: <http://www.vzajemci.com/> (17. 4. 2005).
- Zavarovalnica Triglav: <http://www.zav-triglav.si/> (3. 5. 2005).