

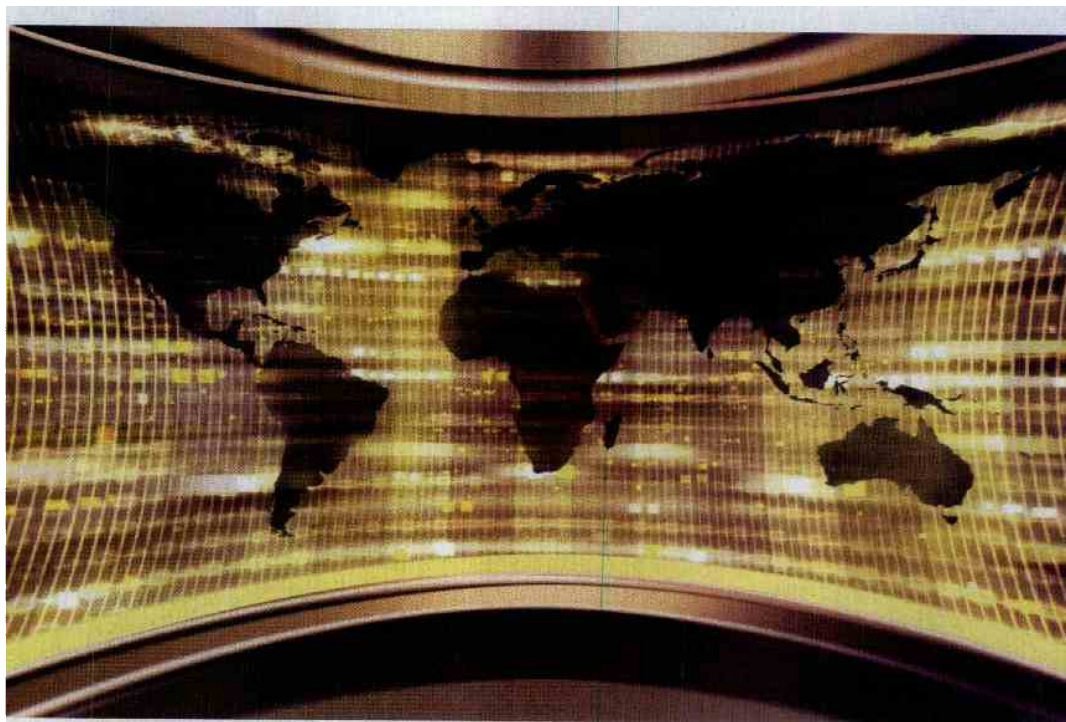


dzubox

Podjetja bolj žuli okolje kot sama (ne)likvidnost

Ko so Ljubljansko borzo prevzeli Avstrijci, smo na prvi pogled pozabili, kako živahno je bilo njeno trgovanje pred izbruhom krize. Splahnelo je tudi zanimanje **malih delničarjev** za nakupe deležev obetavnih slovenskih podjetij, toda opešanih; tudi njim bi godila kapitalska injekcija borznih investorjev. Zato smo tokrat analitike družb za upravljanje povprašali:

LJUBLJANSKA BORZA ZARADI NIZKE LIKVIDNOSTI SNUJE KOTACIJO NAJPOMEMBNEJŠIH SLOVENSkih PODJETIJ NA DUNAJSKI BORZI. CILJ KOTACIJE SLOVENSkih BLUE CHIPOV NA DUNAJSKI BORZI JE PRIVABITI MEDNARODNE VLAGATELJE. ALI MENITE, DA BI DVOJNA KOTACIJA LAHKO OPAZNO IZBOLJŠALA POVPRASEVANJE PO DELNICAH SLOVENSkih PODJETIJ IN S TEM IZBOLJŠALA NIZKO LIKVIDNOST?«



Gorazd Belavič, Abančna DZU:

Ljubljanska borza v opisanem primeru opravlja svojo vlogo – ponuja infrastrukturo, ki pa ne more samostojno izboljšati likvidnosti delnic. Situacijo bi še najbolj razložil tržnik – za uspešno prodajo dobre mora podjetje odgovoriti na vprašanja o štirih dejavnikih (štirih »P-jih«): kakšen proizvod ponuditi, kako ga promovirati, na katerem prostoru ga ponuditi in koliko računati zanj. Kotacija slovenskih »blue chip« podjetij na dunajski borzi predstavlja možen izbor tretjega dejavnika – prostora, kjer naj izdajatelj ponuja svoje vrednostne papirje. Objektivnih argumentov za kotacijo v Avstriji vsekakor ne manjka. Dunajska borza je neprimerljivo večja od Ljubljanske borze, je bolj likvidna, ima več izdajateljev in več članov. Ravnanje banke NKBM, ki se je odločila za kotacijo svojih delnic na varšavski borzi, pa daje slutiti, da dunajska borza vendarle ni najprimernejša za

vsakogar. V NKBM so pojasnili, da je k odločitvi pomembno prispevalo zanimanje poljskih institucionalnih vlagateljev – tj. pokojninskih skladov, v katerih so prepoznali dolgoročneje, stabilnejše lastnike. Morda so v Mariboru tudi predvideli, da bodo delnice NKBM prišle bolj do izraza na borzi, kjer je mediana tržne kapitalizacije podjetij iz finančne industrije približno petkrat manjša od tržne kapitalizacije NKBM in ne trikrat večja kot v primeru Dunajske borze. Kakršen koli razlog že najdemo, prostor je samo ena dimenzija, ki naj bi jo upoštevalo podjetje.

Slavko Rogan, Alta Skladi:

Sama dvojna kotacija prav gotovo ne bo prinesla pomembnejšega izboljšanja likvidnosti slovenskih delnic. Problem slovenskih delnic je drugje, tako da se morajo najprej izboljšati dejavniki, kot so corporate governance, uspešnost (dobičkonosnost)

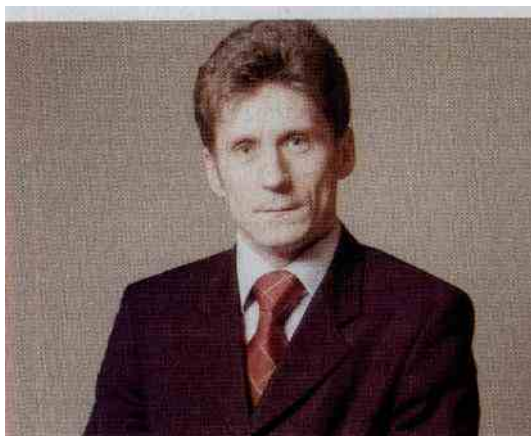
Stran / Page: 8

Doseg / Reach: 0

Država / Country: SLOVENIA

Površina prispevka / Size: 1946 cm2

2 / 8



poslovanja in seveda privatizacija z umikom države iz podjetij (posrednim ali neposrednim). Samo če pogledamo primer dvojne kotacije NKBM, vidimo, da praktično ni nobene povečane likvidnosti samo zaradi tega. Verjamem pa, da če bi prišlo do pozitivnih sprememb v zgoraj naštetih dejavnikih, bi tudi delnice slovenskih podjetij prav gotovo postale del portfeljev mednarodnih vlagateljev, ne glede na mesto kotacije.

Aleš Čačovič, Ilirika DZU:

Če se ozremo nazaj v preteklost naše borze in pogledamo na njen vzpon in padec, je zgodba o Ljubljanski borzi precej dramatična in podobna razvoju slovenskega gospodarstva. V tem kontekstu nimam v mislih pojava »boom and



bust«, ki smo ga na Ljubljanski borzi doživeli v zadnjih 10 letih in velja skoraj za obvezni del življenjskega cikla vsakega kapitalskega trga na svetu, temveč sam razvoj Ljubljanske borze, ki z vidika likvidnosti stagnira že 20 let in pri tem ni uspel trajnostno na trg privabiti več kot nekaj odstotkov pravega tujega kapitala. Pomemben del vzrokov zato izhaja iz okolja – politika, zakonodaja, slabo korporativno upravljanje države kot lastnika pomembnejših podjetij – ter iz relativno nizke tržne kapitalizacije blue chipov večine pomembnejših izdajateljev.

Zato dvomim, da si bodo podjetja, ki iščejo kotacijo zunaj meja, s to potezo bistveno povečala

likvidnost svojih delnic ali povečala zanimanje portfeljskih vlagateljev. Primer so delnice Nove Kreditne banke Maribor v Varšavi. Morda bo na Dunaju večje zanimanje, še posebno, če gre za delnice Krke, kjer gre za relativno najboljše podjetje med slovenskimi blue-chipi. Zato ostajam mnenja, da bi na likvidnost slovenskih podjetij bistveno vplivali že samo ustrezen davek na kapitalske dobičke, ustvarjen z izvedenimi instrumenti, posledična vzpostavitev trga z izvedenimi instrumenti, kot so denimo termske pogodbe, ter s tem izgradnja boljše infrastrukture borze.

Sara Mravlje, KBM Infond DZU:

Nizka likvidnost na Ljubljanski borzi je v veliki meri posledica apatičnosti vlagateljev in razočaranja ob izgubah v zadnjih dveh letih. Slovenci morda na »svoja« podjetja gledamo preveč subjektivno in na slovenski borzi velikokrat odreagiramo tudi bolj čustveno kot racionalno. Mednarodni vlagatelji bi k temu gotovo prispevali določen del objektivnosti. Na podlagi raziskav, kjer smo primerjali slovenske blue chipe s primerljivimi tujimi, je razvidno, da so v večini primerljivi. Manjša odstopanja se najdejo v določenih sektorjih, vendar številna slovenska podjetja ne ponujajo investitorjem nič manj kot tuja. Podjetja, kot so Luka Koper, Petrol, Krka, Gorenje, Telekom..., so perspektivna in vsekakor vredna zanimanja. S tega vidika lahko marsikateri naš blue chip pritegne pozornost mednarodnih vlagateljev, kar bi posledično lahko vplivalo tudi na likvidnost in povpraševanje po slovenskih delnicah. Kotiranje slovenskih blue chipov na tujih trgih pa sicer verjetno ne bo ključen dejavnik za boljšo likvidnost. O tem smo se lahko prepričali že ob prehodu na trgovalno platformo Xetra in s kotacijo delnice NKBM na poljskem trgu. Ključni pomen za izboljšanje likvidnosti slovenskih blue chipov bo imelo predvsem izboljšanje gospodarskega kot tudi političnega stanja v Sloveniji.

Matej Tomažin, KD Skladi:

Sama kotacija na tuji borzi je sicer lahko osnova za boljšo likvidnost, ni pa nujno razlog. Pomembno je, da slovenska podjetja v povprečju izboljšajo svoje



korporativno upravljanje kot tudi uspešnost poslovanja. Skladno s tem se bosta vrnila zanimanje vlagateljev in tudi likvidnost. Nekatera slovenska podjetja v zadnjih letih aktivno izvajajo predstavitvene seminarje mednarodnim vlagateljem, hkrati pa so nekatere tuje borze že člani Ljubljanske borze. V tem pogledu bi lahko rekli, da pot do slovenskih delnic ni tako zaprta, zato obstaja seveda dvom, ali se bo s samo kotacijo na Dunaju likvidnost takoj izboljšala. Je pa res, da se ta lahko izboljša, če slovenske delnice prepoznajo kot dobro priložnost tisti borzni člani, ki so aktivni na dunajski borzi, na Ljubljanski borzi pa ne.

Matej Mazi, NLB Skladi:

V letošnjem letu so se v NKBM že odločili za kotacijo delnic na varšavski borzi z namenom dokapitalizacije in povečanja likvidnosti delnic. Kotacija delnic v tujini, tudi zaradi relativno majhnega deleža prodanih dokapitalizacijskih delnic tujim portfeljskim vlagateljem, ni prinesla tako zelene povečane likvidnosti. Namen Ljubljanske borze, ki jo je pred leti prevzela ravno dunajska borza, tako verjetno ni samo poizkus povečanja likvidnosti delnic največjih slovenskih javnih podjetij, ampak tudi želja, da slovenska podjetja še naprej kotirajo na borzah, ki spadajo pod okrilje dunajske borze. Prednost kotacije na dunajski borzi pa je zagotovo v vzdrževalcih likvidnosti, ki bi v določeni meri lahko znižali

razpon med povpraševanjem in ponudbo delnic. Sami stroški trgovanja z domačimi delnicami na dunajski borzi se bodo, kot kaže, znižali le velikim vlagateljem, medtem ko bo za male vlagatelje tudi v prihodnje cenejše trgovanje na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Tako je bistveno, da domača podjetja, v želji po povečanju likvidnosti njihovih delnic, najprej izboljšajo korporativno vodenje podjetij in odnose z domačimi in tujimi delničarji, na povečanje likvidnosti pa bi lahko vplivala tudi država s privatizacijo družb v večinski državni lasti. Bistvene spremembe bi morale tako temeljiti na povečanju dobičkonosnosti poslovanja, zmanjšanju zadolženosti in širitvi poslovanja na nove perspektivne trge. Z jasno dividendno politiko in izplačili presežnih denarnih sredstev družb lastnikom, z namenom izogibanja odločanju za nove neracionalne projekte posameznih domačih podjetij, ki smo jim bili pogosto priče v preteklih letih, bi Ljubljanska borza privabila tudi vlagatelje, ki dajejo prednost vrednostnim papirjem z visoko dividendno donosnostjo.

Aleš Kavrečič, Primorski skladi:

Po naših pričakovanjih vzporedna kotacija blue chipov na dunajski borzi ne bo opazneje izboljšala povpraševanja. Verjamemo pa, da je to eden od ukrepov, ki bi lahko na daljši rok povečali zanimanje tujih vlagateljev za delnice slovenskih podjetij. Podobno kot je nedavni prehod na nov sistem trgovalne platforme – Xetra – sicer prispeval

Stran / Page: 8

Doseg / Reach: 0

Država / Country: SLOVENIA

Površina prispevka / Size: 1946 cm2

4 / 8

k temu, da so se domačim borznim članom priključili še štirje tuji (ecetra Central European e-Finance AG, Centrobank AG, KBC SecuritiesNV in Erste Group Bank AG), je likvidnost ostala na nizki ravni. Delež tujih borznih članov je v skupnem prometu v prvi polovici leta 2011 predstavljal le 6,3 odstotka, medtem ko je delež domačih članov predstavljal preostalih 93,7 odstotka. Potrebni bo še nekaj sistematičnih ukrepov tako na strani odnosa podjetij do tujega kapitala kot tudi na strani države v odnosu do domačih podjetij in tujih vlagateljev. Pri tem ocenjujemo, da bi morebitno vzporedno kotiranje na dunajski borzi nekoliko olajšalo podjetjem proces pridobivanja svežega kapitala v obliki dokapitalizacij, država pa bi morda dobila dodatne možnosti za umik iz lastniške strukture podjetij, kar bi že samo po sebi povečalo zanimanje tujih vlagateljev za delnice slovenskih podjetij. Trenutno tudi med domačimi vlagatelji ni pretiranega zaupanja za domača podjetja, kar se odraža v še nižji likvidnosti in padajočih borznih tečajih. Dokler se ne bo okrepilo domače zaupanje, ne moremo pričakovati, da bodo ta manko nadoknadili tuji.

Gregor Kranjc, Probanka upravljanje:

Dvojna kotacija sama po sebi seveda ne more izboljšati nizke likvidnosti. So pa aktivnosti, ki jih načrtuje Ljubljanska borza skozi njeno večjo povezanost z dunajsko borzo, obetavne. Dostop slovenskih borznih hiš do dunajske borze, kotacija



naših podjetij tam, privabljanje tujih borznih članov, vse to je kvaliteten premik naprej. Naslednja sestavina recepta za večjo likvidnost je rast dobičkovnih marž slovenskih podjetij. Te so bile z izjemo Krke in morda še kakšnega podjetja tudi v dobrih letih podpovprečne in je rast cen delnic v veliki meri temeljila na visokih pričakovanjih in premalo na realiziranih dobičkih.

Predvsem ključna za nadaljnjo povezanost slovenskih podjetij s kapitalnim trgom je odločitev o načinu odprodaje nestrategičnih in zaseženih deležev. Prodaja portfeljskim vlagateljem bi dala trgu nov zagon, saj bi povečala število delnic v prostem obtoku in s tem izboljšala potencial za njihovo likvidnost. Prodaja strateškim lastnikom pa bi na drugi strani marsikatero podjetje privedlo do prevzema in sčasoma prenehanja kotacije na organiziranem trgu.

Uspešna podjetja bodo lahko brez težav pridobivala svež kapital. Seveda morajo hkrati s tem strategije državnega lastništva že preiti iz faz pisanja v fazo izvedbe. Za investitorja ni vznemirljivo kupovati podjetja, v katerem ima država kontrolni delež. Naslednja sestavina, za katero si Ljubljanska borza prav tako prizadeva, je izgradnja baze prihrankov, skozi stimulirano varčevanje v obliki individualnih računov za pokojnino. Tukaj lahko opozorimo še na tolikokrat opevano modrost Poljakov in njihove varšavske borze. Res je, da je njihova borza velika, prometna in z velikim številom kotacij. A hkrati moramo vedeti, da morajo njihovi pokojninski skladi najmanj 85 odstotkov investirati v vrednostne papirje, ki kotirajo na domači borzi, kar je precej tvegano. Torej je za slovenski trg kapitala spodbujanje pokojninskega varčevanja koristno, saj se bo nekaj tega denarja steklo tudi na Ljubljansko borzo, seveda pa za omejevanje tveganj ni dobro pretiravati s sloganom Kupujmo domače.

Jure Vrhunec, Raiffeisen Banka, d.d.:

O slabi likvidnosti na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev govorimo že kar precej časa. V bistvu smo se z njo začeli soočati z začetkom globalne finančne krize, ki pretresa svet že od konca leta 2007. Pred tem je bila likvidnost na Ljubljanski borzi zelo dobra in tudi donosnost slovenskih delnic je bila pred krizo, torej v letu 2007, ena izmed najvišjih. Celoten slovenski kapitalni trg je v primerjavi z ostalimi evropskimi še zelo mlad. Zato je, objektivno gledano, njegovo mesto v skupini manj razvitih in nikakor ne med razvitimi evropskimi, kar si morda marsikdo pri nas nerad



prizna. Če se osredotočimo samo na gibanje likvidnosti in donosnosti, ugotovimo, da je trend pri nas zelo podoben kot denimo na balkanskih borzah, ki veljajo za nerazvite, in nikakor ni podoben tistemu na razvitih evropskih borzah. Tam so od druge polovice leta 2008 in do letošnjega avgusta, ko je evropska dolžniška kriza pokazala zobe, namreč beležili rast. Nivoji vrednosti indeksov v letu 2011 pa so se vrnilo že zelo

blizu predkriznim nivojem. Kakor koli, o tej rasti pri nas ni bilo ne duha ne sluha. Indeks SBITOP nezadržno pada in iz dneva v dan beleži zgodovinsko gledano najnižje nivoje. Torej, dogaja se nam podobno kot na vseh »eksotičnih« borzah, med katere sodijo tudi balkanske. Zgoraj opisano jasno kaže na dejstvo, da se v kriznih časih vlagatelji odločajo za varnejše naložbe, v varnejših »krajih«, kamor pa Slovenija za zdaj zagotovo še ne spada. Ko se bodo zadeve pri nas, predvsem gospodarsko in politično gledano, stabilizirale in umirile ter ko se bo začrtala neka nova pot na osnovi določenih reform, ki bo ustvarjala produktivnejše in s tem konkurenčnejše okolje, bo tudi slovenska borza zaživela. Dokler država kot takšna ne bo gospodarsko prijazna in urejena, tudi slovenska podjetja ne bodo preveč zanimiva kot naložba, pa naj kotirajo na domači ali kateri koli tuji borzi.

Sašo Ivanović, Triglav DU:

Dvojna kotacija je samo še en brezupen poizkus uprave Ljubljanske borze, da oživi trgovanje. Delnice domačih podjetij so nizko likvidne iz več razlogov:

Le eno podjetje v kotaciji ima tržno kapitalizacijo, večjo od milijarde evrov, vse ostalo je v očeh tujcev mikro kapitalizacija in s tega vidika nezanimivo za portfeljsko naložbo. Zmanjševanje števila delničarjev ter visoka koncentracija lastništva pri večini podjetij sta idealen recept za nelikvidnost. Že tako majhna likvidnost bi se z razdelitvijo delnic na dve borzi še dodatno zmanjšala na vsaki izmed borz, kar bi nezanimivost za vlaganje le še povečalo.

Slabo poslovanje podjetij in nezmožnost izboljšanja bilanc nikakor nista magnet za vlagatelje. Za zdaj kaže, da je edini recept za povečano zanimanje po domačih delnicah na strani uprav podjetij, če jim uspe zmanjšati zadolženost ter izboljšati kazalnike poslovanja. Do takrat pa bo vsak poizkus oživitve trga zaman.

Tokrat prvič DZUBOX-u dodajamo tudi dva izbrana komentarja neodvisnih naložbenih strokovnjakov.

Simon Mastnak, Masset Consulting:

Dvojna kotacija bo prinesla nekatere pozitivne učinke, sama po sebi pa ne more odpraviti težav z nizko likvidnostjo. Po kotaciji na dunajski borzi se bodo slovenske delnice prvič znašle na trgovanih zaslonih široke mreže mednarodnih posrednikov, ki so prisotni na omenjeni borzi. Poleg tega bodo

slovenske delnice dobile vzdrževalce likvidnosti, ki bodo znatno pocenili trgovanje prek zniževanja skritih stroškov v obliki manjše razlike med ponudbo in povpraševanjem. Končni izplen dvojne kotacije na likvidnost slovenskih delnic pa bo odvisen od nadaljnjih korakov, ki jih bodo storili podjetja in



dnevna politika. Slovenska podjetja so relativno majhna. Zaradi tega se bodo morala še posebno potruditi za pritegnitev pozornosti vlagateljev z dodatnimi izboljšavami v poslovanju ter uporabo sodobnih komunikacijskih orodij (organizacijo webcastov, srečanj z vlagatelji, izboljšavami v letnih in kvartalnih poročilih, spletnih straneh in podobno). Le tako bodo pritegnila pozornost investicijskih bank, ki bodo njihove delnice prek trgovalnih priporočil ponujale strankam. Poleg tega pa je pomembna tudi vloga države in bank v njeni lasti. Predvsem je

ključna za nadaljnjo povezanost slovenskih podjetij s kapitalskim trgom odločitev o načinu odprodaje nestrategičkih in zaseženih deležev. Prodaja portfeljskim vlagateljem bi dala trgu nov zagon, saj bi povečala število delnic v prostem obtoku in s tem izboljšala potencial za njihovo likvidnost. Prodaja strateškim lastnikom pa bi na drugi strani marsikatero podjetje privedla do prevzema in sčasoma prenehanja kotacije na organiziranem trgu.

Gregor Beguš, Vzajemci:

S strategijo kapitalskega trga, ki jo je Ljubljanska borza sprejela konec leta 2010, je bila oblikovana dobra osnova za nadaljnji razvoj kapitalskega trga v Sloveniji. V njej so predstavljeni načrti ukrepov na področju izgradnje zaupanja vlagateljev ter ukrepi na strani ponudbe in povpraševanja. S to strategijo so na Ljubljanski borzi zagotovo vzpostavili dobre temelje za povečano kakovost in učinkovitost trga za vse obstoječe in tudi bodoče finančne produkte in storitve. Vendar pa ves trud ni dovolj, zato je rešitev treba iskati tudi drugje. Država je eden ključnih igralcev, ki lahko pomembno vplivajo na povečano likvidnost na Ljubljanski borzi z umikom iz strateško za državo nepomembnih podjetij prek javne prodaje delnic. Pomembno vlogo bi lahko država odigrala na način, da bi podobno kot Poljska državljanom ponudila možnosti, da varčujejo v uspešnih slovenskih podjetjih prek t. i. individualnih pokojninskih P računih, ki so podrobneje predstavljeni v študiji Mednarodna primerljivost rešitev v tretjem stebru pokojninskega sistema in predlog zasnove 'P računov' s konceptom implementacije. Razvoj tretjega pokojninskega stebra bi lahko imel pomembne pozitivne učinke tako na likvidnost kot na stimulacijo dolgoročnega varčevanja. *Vzpon.si*

Kvartalni naložbeni pregled ključnih trgov

1. strateška alokacija: delnice, obveznice; kratko-, srednje- in dolgoročno

delnice: nevtraln dobički sicer še rastejo, a marže dosegajo vrh številne negotovosti, še možnost recesije smiselna defenzivnost kazalniki vrednotenja so sicer podpovprečni obveznice: pozitivno – investicijski razred visoka korelacija z državnimi obveznicami sicer nizki donosi do dospetja, a se izboljšujejo varno zavetje

2. geografska območja: Evropa, ZDA, hitro rastoči trgi

Evropa: nevtraln vprašanje razrešitve dolžniške krize ZDA: pozitivno hitrejša ukrepanja v primeru težav še vedno možnost QE3 hitro rastoči trgi: Azija – pozitivno države, podjetja in gospodinjstva so v povprečju manj zadolženi kot v razvitih državah domače povpraševanje je zaradi začetne faze večletnih kreditnih ciklov šele na začetku

vrednotenja trgov so zelo ugodna centralne banke imajo v primeru upada tujega povpraševanja še veliko prostora za delovanje ostali EM – nevtraln večina hitro rastočih trgov se sooča z inflacijo, ki je posledica rasti cen hrane in energentov države, ki izvažajo surovine, so v nekoliko boljši situaciji, a se soočajo z negotovostjo glede kitajskega povpraševanja nekatere države so relativno visoko zadolžene in so zaradi tega dejstva bolj tvegane

države, ki imajo visok primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance, so v primeru zmanjšane svetovne naklonjenosti tveganju ranljive ob odlivu kapitala iz države

3. države: Nemčija, Kitajska, Japonska

Nemčija – pozitivno dobra makroekonomska slika brezposelnost se znižuje Kitajska – negativno kitajski model rasti se sooča s pomembnim razpotjem – ali država nadaljuje dosedanje delovanje, ki je inflacijsko in vodi v rastoča neravnovesja,

ali pa se reformira, pri čemer bodo reforme na srednji rok pomenile občutno nižjo gospodarsko rast poteze centralne banke in oblasti v boju z

Stran / Page: 8

Doseg / Reach: 0

Država / Country: SLOVENIA

Površina prispevka / Size: 1946 cm2

8 / 8

inflacijo so vplivale na zmanjšano likvidnost v sistemu; manjša podjetja se so tako prisiljena zadolževati po oderuških obrestnih merah

gospodinjstva so z varčevanjem v bankah ob realno negativnih obrestnih merah depozitov obdavčena, kar zmanjšuje razpoložljiv dohodek in bazo za potrošnjo

Japonska: postaja privlačna

Japonska je pred ogromnim projektom rekonstrukcije

Japonska centralna banka bo prisiljena v povečanje količine denarja v obtoku

vrednotenje japonskega trga je že leta izjemno ugodno, japonska podjetja pa razpolagajo z edinstvenim know-howom

trg je kombinacija potenciala hitro rastočih držav z diskontom in stabilnosti razvitih delov sveta

4. panoge

bolj defenzivne, dokler se ne razrešijo negotovosti defenzivne:

telekomunikacije – nizko vrednotenje

– dividendni donosi
potrošne dobrine – stabilni rezultati

– lažje prenašajo inflacijo

– še najboljši moment zdravstvo – zapostavljenost v preteklosti

– zmerno vrednotenje
– manj nejasnosti glede reform

Ciklične:

tehnologija – ugodna vrednotenja

– zdrave bilance

trajne dobrine – posamezni segmenti (luksuzne znamke)

5. obvezniški trg: podjetniške, mednarodne, evrske obveznice, obveznice hitro rastočih trgov

državne: negativno
nizki donosi do dospetja

visoko tveganje pri perifernih evropskih državah

pomembna selektivnost pri izboru podjetniški investicijski razred – pozitivno

visoka korelacija z državnimi obveznicami umik v varno zavetje sicer nizki donosi do dospetja, a se izboljšujejo

podjetniške – visokotvegane obveznice: nevtralno močnejša korelacija z delniškimi trgi, ki so nestanovitni hitro rastoči trgi – nevtralno

Vir: Alta Skladi