

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV,
KI VLAGAJO V AZIJO**

Ljubljana, januar 2012

URŠKA PRAZNIK

IZJAVA

Študentka Urška Praznik izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Sergeje Slapničar, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 INVESTICIJSKI SKLADI	2
1.1 OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV	2
1.2 VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV	2
2 VZAJEMNI SKLADI	2
2.1 OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV	2
2.2 KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV	3
2.3 DELOVANJE VZAJEMNIH SKLADOV	4
2.4 VREDNOST ENOTE PREMOŽENJA	5
2.5 UPRAVLJANJE IN NADZOR VZAJEMNIH SKLADOV IN DZU	5
3 RAČUNOVODSTVO V VZAJEMNIH SKLADIH	6
3.1 SLOVENSKI RAČUNOVODSKI STANDARD 38 (SRS 38)	6
3.2 BILANCA STANJA	7
3.3 DRUGI RAČUNOVODSKI IZKAZI	9
3.3.1 Izkaz poslovnega izida	9
3.3.2 Izkaz denarnih tokov	9
3.3.3 Izkaz gibanja vrednosti enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku	10
3.3.4 Izkaz premoženja	11
4 ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA	11
5 ANALIZA POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV	13
5.1 DONOSNOST IN TVEGANJE	13
5.1.1 DONOSNOST	13
5.1.2 TVEGANJE	15
5.2 MODEL CAPM	17
5.3 MERE USPEŠNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV	19
5.3.1 Sharpov koeficient	19
5.3.2 Treynorjev koeficient	19
5.3.3 Jensenovo merilo	19
5.3.4 Kazalnik Sortino	20
5.3.5 Primerjalni indeks in netvegana naložba	21
5.4 ANALIZA MER USPEŠNOSTI	21
SKLEP	26
LITERATURA IN VIRI	28
PRILOGE	

UVOD

Investicijski skladi so dandanes čedalje bolj pogosta naložbena oblika in oblika varčevanja. Ljudje se vse bolj odločajo za varčevanje v vzajemnih skladih, saj so zelo likvidna oblika varčevanja. Po podatkih Agencije za trg vrednostnih papirjev se je število vlagateljev od leta 2005 do 2011 povečalo s 129.985 (januar 2005) na 458.341 (september 2011), to je za 252 % (Sestava premoženja vzajemnih skladov, 2011).

V diplomski nalogi se osredotočim na vzajemne sklade slovenskih družb za upravljanje, ki vlagajo v Azijo. Moj namen je predstaviti vzajemne sklade in posebnosti pri njihovem računovodenju ter kazalnike tveganja in donosnosti, moj cilj pa je s pomočjo teh kazalnikov narediti primerjavo med vzajemnimi skladi, analizirati njihovo poslovanje in ugotoviti, kateri vzajemni sklad je posloval najbolje.

Pri vsaki slovenski družbi za upravljanje sem izbrala po en vzajemni sklad, katerega naložbena politika je najbolj usmerjena v azijske trge. To so: MP-ASIA.SI, Publikum Azijski tigri, Abančna DZU delniški Azija, Ilirika Azija delniški, KD Novi trgi, NFD Azija/Oceanija, Triglav Azija in NLB Skladi – Azija delniški. V prilogi 4 je za vsak vzajemni sklad opredeljena tudi naložbena politika po državah.

Prvi del diplomske naloge je teoretični, v drugem, praktičnem delu pa izračunam mere uspešnosti, s katerimi ugotovim, kateri vzajemni sklad je bil najbolje upravljan. Kazalnike najprej analiziram za vsako leto posebej, na koncu pa še za celotno obdobje od začetka leta 2008 do konca prvega polletja 2011.

V prvem poglavju diplomske naloge opredelim investicijske sklade in njihove vrste. V drugem poglavju sledi opredelitev, klasifikacija in delovanje vzajemnih skladov, razlaga vrednosti enote premoženja ter opredelitev institucij, ki upravljajo in nadzorujejo vzajemne sklade in družbe za upravljanje. V tretjem poglavju o računovodstvu v vzajemnih skladih najprej opredelim SRS 38, ki obravnava posebnosti računovodstva v vzajemnih skladih, nato pa sledi razčlenitev in opis posebnosti bilance stanja, izkaza poslovnega izida, izkaza denarnih tokov, izkaza gibanja vrednosti enot premoženja in izkaza premoženja. V četrtem poglavju analiziram makroekonomsko okolje azijskih trgov, v petem poglavju diplomske naloge pa sledi analiza poslovanja vzajemnih skladov. Najprej opredelim, izračunam in analiziram donosnost in tveganje vzajemnih skladov, potem sledi opredelitev modela CAPM ter opredelitev mer uspešnosti vzajemnih skladov. V četrti točki petega poglavja, ki je bistvena v tej diplomski nalogi, izračunam vse mere uspešnosti, jih tabeliram, analiziram in tako ugotovim, kateri vzajemni sklad je bil najuspešnejši v posameznih letih ter v celotnem obdobju od začetka leta 2008 do prvega polletja 2011.

1 INVESTICIJSKI SKLADI

1.1 OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo denarna sredstva svojih investitorjev in ta sredstva nato investirajo v različne vrednostne papirje (delnice, obveznice, denarna sredstva, itd.), ki tvorijo portfelj oziroma premoženje investicijskega sklada (Dimovski & Gregorič, 2000, str. 165). Namenjeni so predvsem investitorjem, ki zaradi pomanjkanja časa, znanja in informacij ne želijo sami investirati v vrednostne papirje, zato to raje prepustijo strokovnjakom. Z vlaganjem v investicijske sklade lahko investitorji tudi relativno majhne denarne zneske bolj razpršijo in so s tem izpostavljeni manjšemu tveganju. Poleg tega pa investicijski skladi ponujajo še nekatere prednosti pred drugimi oblikami vlaganja, na primer likvidnost sredstev, nižje transakcijske stroške, nadzor institucij nad poslovanjem investicijskih skladov in samostojnost izbora stopnje tveganja (Mramor, 2000, str. 89).

1.2 VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV

V Sloveniji so investicijski skladi klasificirani v dve kategoriji:

- zaprti investicijski sklad ali investicijska družba in
- odprti investicijski sklad ali vzajemni sklad.

Investicijska družba je opredeljena kot delniška družba, ki s prodajo delnic zbira denarna sredstva in jih nalaga v različne vrednostne papirje oziroma naložbe, ki so že vnaprej opredeljene z naložbeno politiko. Investicijska družba ob ustanovitvi izda določeno fiksno število delnic, ki pa se v daljšem časovnem obdobju ne spreminja. Vrednost enote premoženja družbe oziroma vrednost delnice se ne izračunava, ampak se oblikuje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev na osnovi ponudbe in povpraševanja. Vrednost delnice je zaradi tega izpostavljena tržnim dejavnikom in lahko bistveno odstopa od neto vrednosti sredstev investicijske družbe oziroma od knjigovodske vrednosti delnice (Lončarski & Krisper, 2008, str. 3). Vzajemne sklade opredeljujem v nadaljevanju.

2 VZAJEMNI SKLADI

2.1 OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV

Vzajemni sklad je premoženje, ki je sestavljeno iz naložb v prenosljive vrednostne papirje in je financirano z denarjem vlagateljev ter je v njihovi lasti. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote, ki jih imenujemo točke vzajemnega sklada (Mramor, 2000, str. 99). Vzajemni sklad ob ustanovitvi nima vnaprej določene velikosti kapitala, ampak je ta odvisna od števila točk sklada in vrednosti enote premoženja (v nadaljevanju VEP), ki se nenehno spreminjata.

2.2 KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV

Na trgu je na razpolago veliko število vzajemnih skladov, ki se med seboj razlikujejo po svoji naložbeni politiki, saj vsak od njih skuša zadovoljiti želje in potrebe določenega segmenta vlagateljev, od konzervativnih in vse do najbolj progresivnih.

V različni literaturi je ogromno različnih klasifikacij vzajemnih skladov, vendar se poglobljam v delitev samo do tiste mere, ki je še relevantna za mojo diplomsko nalogo.

Najbolj osnovna delitev je delitev skladov glede na sestavo naložb oziroma glede na naložbeno politiko. Jesenek (2003, str. 78) je vzajemne sklade razdelila na:

- delniške sklade (angl. *equity funds*);
- obvezniške sklade (angl. *fixed income funds*);
- hibridne sklade – kombinacija delnic in obveznic (angl. *balanced funds*) in
- sklade denarnega trga (angl. *money-market funds*).

Delniški skladi so najbolj tvegani, saj imajo v svojem portfelju pretežni delež delnic, po navadi preko 70 %, ostalo pa je v denarju ali v drugih visoko likvidnih naložbah ter izvedenih finančnih instrumentih. Denarna sredstva so potrebna za nakup novih naložb in za izplačila vlagateljem, ki se odločijo odprodati svoje enote premoženja.

Portfelj **obvezniškega sklada** sestavljajo pretežno obveznice, določen odstotek pa predstavljajo gotovinska sredstva in izvedeni finančni instrumenti. Obvezniški skladi so manj tvegani in zaradi tega prinašajo relativno majhno donosnost. Lubej (2005, str. 70) opisuje dve podskupini obvezniških skladov, in sicer sklade državnih obveznic, ki so varnejša naložba, in sklade podjetniških obveznic, ki pa ob malo večjem tveganju praviloma lahko prinašajo večji donos.

Hibridni skladi imajo svoje premoženje razpršeno med delniške in obvezniške naložbe. Odstotek posameznih naložb se spreminja in prilagaja razmeram na trgu, s tem pa nudijo dobro razmerje med naložbeno varnostjo in pričakovanim donosom. Določen odstotek pa spet predstavljajo denarna sredstva in izvedeni finančni instrumenti.

Skladi denarnega trga so namenjeni kratkoročnemu investiranju, saj investirajo v kratkoročne vrednostne papirje, tj. z rokom dospelosti do enega leta. Primerljivi so z bančnimi vlogami, vendar načeloma prinašajo malo večje donose, kot so obresti na depozite pri bankah.

Lubej (2005, str. 65–76) je izpostavil dve najpogostejši delitvi vzajemnih skladov, in sicer:

- po naložbeni politiki in po geografski razporeditvi naložb ter
- po načinu upravljanja in po panožni razporeditvi naložb.

Delitev po naložbeni politiki, poleg že predhodno naštetih, razčlenjuje še na naslednje:

- skladi skladov (investira v enote premoženja drugih investicijskih skladov);
- nepremičninski vzajemni skladi (usmerjeni so v investiranje v nepremičnine – z zbranim kapitalom financirajo izvedbo izgradnje nepremičninskih projektov);
- indeksni vzajemni skladi (sestava portfelja sklada skuša posnemati sestavo določenega borznega indeksa);
- skladi z garantiranim donosom in/ali glavnico (po določenih letih vlagateljem garantirajo izplačilo glavnice ali pa tudi določen donos);
- hedge skladi (niso vzajemni skladi, ampak so organizirani kot podjetja, katerih premoženje ni ločeno od premoženja vlagateljev in so zaradi tega bolj tvegana naložba; investirajo predvsem v izvedene finančne instrumente).

Geografska razporeditev naložb pomeni, da upravljavci sklada v pravilih upravljanja sklada določijo, kam bo vzajemni sklad geografsko gledano usmeril svoje naložbe, opredelijo se torej na določeno državo, regijo, celino ali pa naložbe razpršijo celo globalno.

Delitev po načinu upravljanja nam pove, kako pogosto se spreminjajo naložbe v vzajemnem skladu. Poznamo:

- pasivni način upravljanja – upravljavec lahko izbere delnice bolj stabilnih podjetij oziroma obveznice držav in podjetij močnega in trdnega gospodarstva, katere bo lahko obdržal v portfelju dlje časa;
- aktivni način upravljanja – upravljavec mora neprestano spremljati dogajanje na trgu kapitala, saj izbira vrednostne papirje, katerih vrednosti neprestano nihajo in s tem skuša povečati donosnost.

Panožna oziroma sektorska razporeditev naložb pomeni, da so skladi specializirani v določeno gospodarsko panogo ali sektor, kot npr. farmacija, tehnologija, informacijska tehnologija, energija, surovine ipd.

2.3 DELOVANJE VZAJEMNIH SKLADOV

Vlagatelji s svojimi vložki v vzajemni sklad skladu omogočajo delovanje, saj se tako pridobijo večje vsote kapitala, ki se zbirajo na posebnem računu pri skrbniški banki. Skrbniška banka vodi natančno evidenco o vložkih vlagateljev in o naložbah sklada.

Za izbiro naložb vzajemnega sklada skrbijo strokovnjaki oziroma upravljavci sklada, ki so združeni v podjetju, ki se imenuje družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU). Naloga upravljavcev je, da z analizami podjetij in gospodarskih ter drugih gibanj poiščejo in izberejo primerne naložbe, ki bodo zagotovile pričakovane rezultate vlagateljem, ter te naložbe redno spremljajo in po potrebi alocirajo, tj. upravljajo (Lubej, 2005, str. 33). Pri investiranju vloženih sredstev se morajo upravljavci sklada držati naložbene politike sklada, ki je določena v

prospektu posameznega sklada. V njej je opredeljena višina tveganosti sklada ter temu primerna razpršitev naložb med različne finančne instrumente. Na osnovi tega se vlagatelji lažje odločijo, kateri skladi so bolj primerni in v katere bodo vlagali.

2.4 VREDNOST ENOTE PREMOŽENJA

Po metodologiji za izračun čiste vrednosti investicijskega sklada, ki jo predpiše Agencija za trg vrednostnih papirjev, se VEP določa tako, da se dnevna čista vrednost vzajemnega sklada deli s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku. VEP se vedno giblje med prodajno in odkupno ceno, in sicer je prodajna cena seštevek VEP in vstopne provizije, nakupna cena pa je razlika med VEP in izstopnimi stroški (Dimovski & Gregorič, 2000, str. 175).

Po 12. členu Sklepa o letnem in polletnem poročilu investicijskega sklada (Ur. l. RS, št. 119/2008), ki ga je izdala Agencija za trg vrednostnih papirjev, se VEP vzajemnega sklada po stanju na obračunski dan (t) izračuna po naslednji enačbi:

$$VEP(t) = \frac{S(t) - O(t)}{E(t-1)} \quad (1)$$

pri čemer je ($t-1$) predhodni obračunski dan, (t) obračunski dan, (S) sredstva vzajemnega sklada, (O) obveznosti vzajemnega sklada in (E) število enot v obtoku vzajemnega sklada.

VEP se vsakodnevno spreminja. Vzrok za njeno spreminjanje je nihanje tečajev vrednostnih papirjev, v katere so naložena sredstva sklada, ki so jih investitorji vplačali. Drugi razlog pa je nenehno vstopanje in izstopanje iz sklada z nakupi in prodajo točk sklada. S tem vlagatelji povzročajo presežek in primanjkljaj sredstev, zato mora sklad vedno imeti na voljo dovolj denarnih sredstev, v nasprotnem primeru pa jih mora pridobiti s prodajo dela vrednostnih papirjev.

Družba za upravljanje mora javno in dnevno objavljati podatke o VEP vzajemnega sklada, ki ga upravlja. Objavljeni so v dnevnikih časopisih, na internetu, teletekstu ipd.

2.5 UPRAVLJANJE IN NADZOR VZAJEMNIH SKLADOV IN DZU

Za upravljanje vzajemnih skladov se ustanovi družba za upravljanje (DZU), to je gospodarska družba, ki upravlja z vzajemnim skladom in trguje z njegovimi vrednostnimi papirji v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov, tj. vlagateljev (Dimovski & Gregorič, 2000, str. 174).

Premoženje DZU je popolnoma ločeno od premoženja vzajemnega sklada, razmerje med njima pa je urejeno s pogodbo o upravljanju vzajemnega sklada (Lubej, 2005, str. 38). Vzajemni sklad se oblikuje in upravlja izključno v korist vlagateljev.

DZU realizira svoje prihodke od storitvenih dejavnosti, ki jih opravlja in so po navadi izražene v odstotkih od sredstev skladov, njen dobiček pa se ugotovi tako, da se od realiziranih prihodkov odštejejo transakcijski in ostali stroški (Dimovski & Gregorič, 2000, str. 166). DZU ne sme opravljati nobene druge dejavnosti razen storitev upravljanja.

Področje investicijskih in vzajemnih skladov je v Sloveniji urejeno z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU-2) (Ur. l. RS, št. 77/2011).

Nadzor nad poslovanjem DZU in vzajemnih skladov izvaja Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), ki je neodvisna državna institucija. Po ZISDU-2 (Ur. l. RS, št. 77/2011) je naloga ATVP, da spremlja poslovanje vzajemnih skladov in DZU ter preverja, ali DZU spoštuje pravila o upravljanju investicijskih skladov in druga pravila. DZU je dolžna poročati in obveščati ATVP o vseh zadevah, pomembnih za opravljanje nadzora.

Nadzor nad poslovanjem DZU in vzajemnim skladom enkrat letno opravi tudi neodvisna revizijska družba, ki pripravi pisno mnenje o tem, ali je njuno poslovanje potekalo v skladu z zakonom. Ta poročila pa morajo biti na voljo vsem vlagateljem.

Poslovanje vzajemnih skladov dnevno spremlja tudi banka skrbnica. Njena naloga je, da skrbi za točno evidenco glede sredstev vlagateljev in naložb vzajemnega sklada.

Poleg tega pa ima vsak vzajemni sklad tudi odbor investitorjev, to je kontrolno telo, izvoljeno od vlagateljev, ki spremlja, kako DZU upravlja sklad, njegova sestava pa je napisana v prospektu sklada (Lubej, 2005, str. 37–38).

3 RAČUNOVODSTVO V VZAJEMNIH SKLADIH

3.1 SLOVENSKI RAČUNOVODSKI STANDARD 38 (SRS 38)

Slovenski računovodski standard 38 (v nadaljevanju SRS 38) obravnava posebnosti računovodstva v vzajemnih skladih in sestavljanje njegovih računovodskih izkazov. Sprejel ga je Slovenski inštitut za revizijo, v veljavo pa je stopil z začetkom leta 2006. SRS 38 (2006) obdeluje obliko računovodskih izkazov (bilance stanja, izkaza poslovnega izida in izkaza denarnih tokov) z njihovo razčlenitvijo na posamezne postavke ter prilogo k računovodskim izkazom in posebnosti prevrednotovanja.

SRS 38 (2006) v nadaljevanju določa standarde o vsebini računovodskih izkazov: »Računovodski izkazi vzajemnega sklada morajo vsebovati podatke o nakupih in prodajah, finančnih naložbah in drugih sredstvih, obveznostih, poslovnem izidu in razdelitvi dobička in/ali drugih izplačil imetnikom enot premoženja za obračunsko obdobje ter premoženju na koncu tega obdobja.«

V skladu z 211. členom ZISDU-2 (Ur. l. RS, št. 77/2011) mora DZU za vsak vzajemni sklad, ki ga upravlja, voditi poslovne knjige, sestavljati knjigovodske listine, vrednotiti knjigovodske postavke in sestavljati letna in druga poročila. Poleg tega mora organizirati poslovanje in tekoče voditi poslovne knjige, dokumentacijo in druge poslovne evidence tako, da je mogoče kadar koli preveriti, ali vzajemni sklad posluje v skladu z zakonom.

V 213. členu ZISDU-2 (Ur. l. RS, št. 77/2011) je določeno, da ATVP na osnovi predhodnega mnenja Slovenskega inštituta za revizijo predpiše:

- analitični kontni načrt za investicijske sklade;
- sheme letnih in polletnih računovodskih izkazov investicijskih skladov;
- vsebino prilog s pojasnili k letnim in polletnim izkazom investicijskih skladov;
- pravila vrednotenja postavk v računovodskih izkazih investicijskih skladov.

V skladu z 212. členom ZISDU-2 (Ur. l. RS, št. 77/2011 z dne 3. 10. 2011) je letno poročilo sestavljeno iz bilance stanja, izkaza poslovnega izida, izkaza denarnih tokov, izkaza gibanja vrednosti enote investicijskega sklada in števila enot v obtoku (oziroma izkaza gibanja kapitala investicijske družbe), priloge s pojasnili k računovodskim izkazom in poslovnega poročila.

Računovodske izkaze po SRS 38 (2006) pa sestavljajo:

- bilanca stanja vzajemnega sklada,
- izkaz poslovnega izida vzajemnega sklada,
- izkaz denarnih tokov vzajemnega sklada in
- priloga k računovodskim izkazom vzajemnega sklada (ki vsebuje najmanj opis uporabljenih temeljnih računovodskih usmeritev, pojasnila posameznih rešitev in vrednotenij ter izkaz premoženja).

Z uvedbo ZISDU-2 je prenehal veljati Sklep o letnem in polletnem poročilu investicijskega sklada, ki je po ZISDU-1 skladno s SRS 38 urejal sheme računovodskih izkazov.

3.2 BILANCA STANJA

Bilanca stanja je temeljni računovodski izkaz, ki resnično in pošteno prikazuje stanje sredstev in obveznosti do virov sredstev v določenem trenutku, za katerega se sestavlja (SRS 24, 2006). Sestavi se za potrebe zunanjega računovodskega poročanja.

V prilogi 1 je predstavljena shema bilance stanja vzajemnega sklada. Nekatere postavke bilance stanja vzajemnega sklada se bistveno razlikujejo od bilance stanja podjetja, zato jih v nadaljevanju podrobneje predstavljam. Na strani aktive bilanca stanja vzajemnega sklada ne vsebuje nekaterih postavk, kot so opredmetena osnovna sredstva, neopredmetena dolgoročna sredstva in zaloge. Postavke od 2 do 7 vsebinsko ustrezajo dolgoročnim finančnim naložbam in

posojilom, ter kratkoročnim finančnim naložbam in posojilom, le da so prilagojene za vzajemne sklade.

Naslednje postavke pa imajo določene posebnosti:

- **Denarna sredstva** so sredstva od vplačil v vzajemne sklade, ki se zbirajo na posebnem denarnem računu, t. i. skrbniškem računu, ki ga ima DZU odprtega pri banki skrbnici za vsak vzajemni sklad posebej. Devizna sredstva so na dan vrednotenja preračunana v evre po srednjem tečaju Banke Slovenije.
- **Vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev**, predstavljajo naložbe v vrednostne papirje, torej v delnice in obveznice. Vrednostni papirji so vrednoteni po zaključnem tečaju trgovalnega dne tistega trga (domačega ali tujega), na katerem so kupljeni. Vrednostni papirji, ki so nominirani v tuji valuti, so na dan vrednotenja preračunani v evre po srednjem tečaju Banke Slovenije. Organizirani trg vrednostnih papirjev predstavlja borzni trg ali kateri koli drug trg, ki ga nadzira pristojna nadzorna institucija (SRS 38, 2006).
- **Instrumenti denarnega trga prvovrstnih izdajateljev** predstavljajo naložbe v instrumente denarnega trga, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, vendar so likvidni in je njihovo vrednost mogoče kadar koli natančno določiti. Prvovrstni izdajatelji so država, centralne banke in poslovne banke. Ta postavka se uporablja predvsem pri vzajemnih skladih denarnih trgov.
- **Investicijski kuponi in delnice ciljnih skladov** predstavljajo naložbe v delnice investicijskih družb in v druge vzajemne sklade, s čimer se poveča razpršenost in zmanjša tveganje.

Pasiva bilance stanja vzajemnega sklada pa je vsebinsko bolj podobna bilanci stanja podjetja, le rezervacij se pri vzajemnih skladih ne oblikuje. Naslednji dve postavki imata bistvene razlike v primerjavi s pasivo bilance stanja podjetja, in sicer:

- **Poslovne obveznosti** se delijo na obveznosti iz nakupa vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov, obveznosti iz upravljanja, obveznosti za plačilo davkov, obveznosti iz naslova razdelitve dobička oziroma drugih izplačil imetnikom enot premoženja ter druge poslovne obveznosti. Največja posebnost so obveznosti iz upravljanja, ki predstavljajo upravljavsko provizijo, vstopno in izstopno provizijo ter skrbniško provizijo. Prve tri so obveznosti do DZU, skrbniško provizijo pa zaračunava banka skrbnica. Upravljavska provizija je že vračunana v dnevno objavljene VEP, vstopna in izstopna provizija pa se obračunavata ob nakupu oziroma prodaji enot premoženja, in sicer v odstotku od kupljene ali prodane vrednosti točk sklada.
- **Obveznosti do naložbenikov v enote premoženja** vsebinsko ustrezajo postavki kapitala pri podjetjih, vendar tukaj ne gre za pravi kapital, saj je sklad v vsakem trenutku dolžan izplačati imetnikom enot premoženja njihove enote, kar pa podjetje ni. Več o tem opisujem pod točko 3.3.3.

3.3 DRUGI RAČUNOVODSKI IZKAZI

Kot sem že omenila, letno poročilo poleg bilance stanja sestavljajo tudi izkaz poslovnega izida, izkaz denarnih tokov, izkaz gibanja vrednosti enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku in izkaz premoženja. Podrobneje jih predstavljam v nadaljevanju.

3.3.1 Izkaz poslovnega izida

Izkaz poslovnega izida je temeljni računovodski izkaz, ki resnično in pošteno prikazuje poslovni izid za obdobje, za katero se sestavlja (SRS 25, 2006).

Izkaz poslovnega izida vzajemnega sklada vsebuje vse prihodke upravljanih sredstev (prihodki od obresti denarnih sredstev, dividende od finančnih naložb, pozitivne tečajne razlike) ter iztržene in neiztržene dobičke pri naložbah. Na drugi strani pa se v izkazu poslovnega izida beležijo vsi odhodki, ki nastanejo zaradi poslovanja sklada (v zvezi z DZU, banko skrbnico, revidiranjem, obveščanjem naložbenikov, itd.), ter iztržene in neiztržene izgube pri naložbah. Posebej se pri prodaji in nakupu enot premoženja beleži tudi sprotni dobiček sklada ter razdeljeni in nerazdeljeni del čistega dobička med obračunskim obdobjem. V prospektu sklada oziroma v pravilih upravljanja je opredeljena uporaba čistega dobička oziroma prihodkov. Večinoma je določeno, da skladi vse prihodke in celotni čisti dobiček zadržijo oziroma ga reinvestirajo in ga ne izplačujejo v obdobju imetništva investicijskih kuponov, temveč šele ob izplačilu odkupne vrednosti investicijskih kuponov skladov.

V prilogi 2 je predstavljena shema izkaza poslovnega izida s podrobneje razloženimi postavkami.

3.3.2 Izkaz denarnih tokov

Izkaz denarnih tokov je temeljni računovodski izkaz, ki resnično in pošteno prikazuje spremembe stanja denarnih sredstev za obdobje, za katero se sestavlja (SRS 26, 2006).

V prilogi 3 je predstavljena shema izkaza denarnih tokov.

V izkazu denarnih tokov za podjetja so izkazani denarni tokovi, nastali pri poslovanju, naložbenju in financiranju, v izkazu denarnih tokov vzajemnega sklada pa imamo dve delitvi, in sicer denarne tokove pri širitvi poslovanja (vsebuje prejemke in izdatke od vplačil in izplačil VEP ter druga izplačila imetnikom enot premoženja med obračunskim obdobjem) in denarne tokove pri upravljanju premoženja (vsebuje prejemke in izdatke pri prodaji in nakupu naložb, terjatev ter izdatke za plačilo obveznosti).

3.3.3 Izkaz gibanja vrednosti enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku

Izkaz gibanja kapitala je temeljni računovodski izkaz, ki resnično in pošteno prikazuje spremembe sestavin kapitala za obdobje, za katero se sestavlja (SRS 27, 2006).

V bilanci stanja podjetja se med dolgoročnimi viri financiranja med drugim izkazuje tudi kapital, ki pripada lastnikom, saj so ga oni zagotovili kot svoj začetni vložek. Pri vzajemnih skladih pa postavko kapitala nadomesti postavka obveznosti do naložbenikov (investitorjev) v enote vzajemnega sklada, saj kapital vzajemnega sklada predstavljajo vplačila investitorjev, torej so oni lastniki kapitala vzajemnega sklada.

Naložbe v vzajemne sklade so med bolj likvidnimi oblikami naložb, zato morajo upravljavci sklada upravljati s sredstvi sklada tako, da je ves čas na razpolago dovolj denarnih sredstev (oziroma da jih s prodajo vrednostnih papirjev lahko dovolj hitro priskrbijo), da izplačila iz sklada potekajo nemoteno, saj je sklad dolžan v zelo kratkem obdobju (ki je določeno v prospektu sklada oziroma v pravilih upravljanja) izplačati odkupno vrednost enot imetnikom enot premoženja.

Izkaz gibanja vrednosti enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku prikazuje spremembe števila in vrednosti enot premoženja v določenem obdobju ter v sestavljeni razpredelnici beleži spremembe vseh postavk obveznosti do naložbenikov (investitorjev) v enote vzajemnega sklada.

Postavka obveznosti do naložbenikov v enote premoženja je razdeljena na več različnih postavk (SRS 38, 2006):

- nominalna vrednost vplačanih enot premoženja, ki predstavlja zmnožek nominalne vrednosti enote premoženja sklada in števila prodanih enot. Nominalna vrednost enote premoženja sklada se določi na dan ustanovitve sklada in je zabeležena v prospektu in v letnih poročilih sklada;
- vplačani presežek enot premoženja, ki predstavlja razliko med nakupno vrednostjo enote premoženja in njegovo nominalno vrednostjo. Vračunani dobiček v nakupni ceni in vračunani dobiček v prodajni ceni se knjižita ločeno;
- presežek iz prevrednotenja, ki predstavlja razliko med pošteno vrednostjo in računovodsko vrednostjo vrednostnega papirja, s katerim se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev;
- preneseni čisti dobiček ali prenesena čista izguba iz prejšnjih obračunskih obdobj, ki predstavlja postavko, pod katero se prenese dobiček ali izguba iz izkaza poslovnega izida prejšnjih obdobj;
- nerazdeljen čisti dobiček ali čista izguba obračunskega obdobja, ki predstavlja razliko med prihodki in odhodki iz izkaza poslovnega izida za tekoče obračunsko obdobje.

3.3.4 Izkaz premoženja

V prilogi k računovodskim izkazom vzajemnega sklada je vsebovan tudi izkaz premoženja vzajemnega sklada, ki po SRS 38 (2006) vsebuje pregled naložb v depozite, vrednostne papirje in druge finančne instrumente, razvrščene glede na vrste naložb. Pri vsaki naložbi se opredeli oznaka naložbe, izdajatelj, država izdajatelja, število vrednostnih papirjev, izvirna valuta, vrednost v izvorni valuti, vrednost v evrih, delež v sredstvih sklada ter delež v izdaji vrednostnih papirjev.

4 ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA

Leto 2008 so, tako v razvitem kot tudi v razvijajočem se svetu, zaznamovali slabi makroekonomski podatki zaradi globalne finančne krize, ki se je razvila iz nepremičninske krize v ZDA. Povod za krizo je bil padec cen nepremičnin v ZDA, ki se je začel leta 2006. Poku nepremičninskega oziroma hipotekarnega balona aprila 2007 so v jeseni 2008 sledili prvi stečaji velikih finančnih ustanov v ZDA. Tudi v azijskih državah so se posledice likvidnostnega krča, povzročena z nepremičninsko krizo v ZDA, začele konkretnije kazati v prvi polovici leta 2008. Najmočnejši pritisk na delniške trge je bil zabeležen oktobra in novembra. Dodaten pritisk na delniške tečaje azijskih družb je povzročilo dogajanje na trgu energentov in surovin, kjer so cene hrane in nafte po dosegu rekordnih ravni strmo upadle (Letno poročilo KD Novi trgi, 2008, str. 3). Zaradi nižanja obrestnih mer in fiskalnih paketov pomoči gospodarstvu je v večini azijskih gospodarstev mednarodna trgovina začela močno upadati, valute so se razvrednotile in zunanji dolg se je povečeval (Letno poročilo NFD Azija/Oceanija, 2008, str. 3). V državah, ki so bolj odvisne od uvoza (npr. Indija in Južna Koreja), so valute padle, medtem ko sta japonska in kitajska valuta celo narasli. Kitajska pa se je pokazala kot najbolj odporna država v teh kriznih razmerah (Letno poročilo Ilirika Azija delniški, 2008, str. 2).

Leto 2008 je bilo zaznamovano z visokimi izgubami, medtem ko je bilo leto 2009 pravo nasprotje. Čeprav so bili strah, negotovost in panika na trgih kapitala prisotni vse do sredine marca 2009, pa je kombinacija ogromnih fiskalnih spodbud in sproščene monetarne politike povzročila, da so se borze pobrale in da je bilo leto 2009 zaznamovano z rekordnimi rastmi delniških indeksov tako v Aziji kot v Evropi. V začetku marca so voditelji skupine najvplivnejših držav G20 na skupnem sestanku sprejeli odločitev o okrepitvi finančnega položaja Mednarodnega denarnega sklada, ki bo s svojim finančnim instrumentarijem pomagal državam, ki bodo zabredle v dolžniške težave. Temu dogovoru so sledile objave stimulacijskih paketov večine najvplivnejših držav, s katerimi so države pomagale svojim največjim bankam, kupcem domov in kupcem novih avtomobilov. Kitajska pa je pomemben delež tega paketa namenila investicijam v izrabo obnovljivih virov energije (Letno poročilo Ilirika Azija delniški, 2009, str. 4). Večina azijskih trgov je že v drugem četrtletju leta 2008 dosegla dno, medtem ko je bilo na zahodnih trgih dno doseženo v marcu 2009. To pomeni, da so v letu 2009 azijski indeksi zabeležili bistveno večjo rast delniških indeksov. Če izpostavimo kitajski delniški indeks, lahko razlog za večjo rast najdemo v nižji osnovi, kar pomeni, da so tečaji od začetka gospodarsko-finančne krize bistveno bolj upadli kot pa delniški indeksi razvitih trgov. Znotraj azijske regije je

bil daleč najbolj donosen indeks Indonezije, ki je porasel za 114 %, sledijo pa mu indeks Indije (84 %), Tajvana (78 %) in Kitajske (75 %) (Letno poročilo Publikum, 2009, str. 64). Po pričakovanjih upravljavcev pa so bile najmanj donosne japonske delnice, katerih gibanje pa je močno odvisno od gospodarskih razmer v ZDA in razmerja med jenom in ameriškim dolarjem (Letno poročilo NFD, 2009, str. 18). Kitajsko gospodarstvo se vedno bolj izkazuje kot motor azijskega gospodarstva, zato se je tudi kot izredno odporno izkazalo avstralsko gospodarstvo, ki v veliki meri sloni na kitajskem povpraševanju. Azijske države so začele vedno bolj trgovati med sabo, zato so vedno manj odvisne od izvoza na zahodne trge (Letno poročilo Ilirika Azija delniški, 2009, str. 4).

Po izjemno težkem letu 2008 in upanje vzbujajočem 2009 je leto 2010 postreglo z nadaljnjo rastjo tečajev na večini svetovnih delniških trgov. Najbolje so se odrezali trgi v razvijajočih se gospodarstvih in ZDA. V Evropi pa so bili pod večjim pritiskom, saj je prvo polletje trge zaznamovala predvsem evropska dolžniška kriza, ki je nastala zaradi naraščajočih javnofinančnih težav Grčije, Irske, Portugalske in Španije (Letno poročilo NFD, 2010, str. 2). Po dolgotrajnih pogajanjih predsednikov vlad in finančnih ministrov držav članic evroobmočja so našli ustrezno rešitev za pomoč Grčiji in drugim problematičnim državam v evroobmočju (Polletno poročilo NFD, 2010, str. 4). Vplivi grških fiskalnih težav so se v Aziji manj poznali zaradi njenih čvrstih gospodarskih temeljev in hitrega okrevanja, kar pomeni, da je bilo leto 2010 za lastnike delnic azijskih družb nadpovprečno donosno, za kar ima deloma zasluge tudi rast vrednosti azijskih valut v primerjavi z evrom, ki je zaradi evropske dolžniške krize izgubljal vrednost v primerjavi s pomembnejšimi svetovnimi valutami (Letno poročilo NFD, 2010, str. 19). Med azijskimi državami sta v preteklem letu najvišjo rast zabeležila delniška indeksa tajske in indonezijske borze (približno 40 % rasti), visoke rasti pa so dosegli tudi delniški indeksi v Maleziji, Južni Koreji in Singapurju (Letno poročilo NFD, 2010, str. 19).

Prvo polletje leta 2011 je bilo zelo razgibano. Negotove razmere na Bližnjem vzhodu in v severni Afriki so sicer malo potihnile, česar pa ne morem reči za evropsko dolžniško krizo, kjer so se Grčiji pridružile še Španija, Portugalska in Irska. Podobna negotovost je začela prihajati na dan tudi v ZDA (Polletno poročilo NFD, 2011, str. 4). Težavam v Evropi in ZDA se niso uspele izogniti tudi azijske države. Na Kitajskem je prisotna bojazen o upočasnitvi gospodarske rasti, saj kitajsko gospodarstvo pestijo dejavniki, kot so: pregrevanje določenih delov gospodarstva, prek 6 % stopnja inflacije, ki še raste, in pa precejšnja kreditna ekspanzija (Mesečno poročilo avgust NLB Azija delniški, 2011, str. 4). Centralne banke so zaradi pričakovanj v zvezi s povečanjem inflacije začele voditi restriktivno monetarno politiko, ki se je odražala v znižanju tečajev delnic za 10 do 20 %. V mesecu marcu pa je na rast borznih tečajev vplivala japonska jedrska nesreča, ki je v nekaj dneh temeljito spremenila borzno ozračje v ZDA, Evropi in Aziji in začela potapljati borzne indekse.

5 ANALIZA POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV

Analiza poslovanja je dejavnost oziroma posebna oblika proučevanja, ki omogoča, da presodimo ekonomski položaj podjetja, to je njegovo učinkovitost, uspešnost ter premoženjsko in finančno trdnost (Koletnik, 1997, str. 29–32).

Analiza poslovanja vzajemnega sklada pomeni ugotavljanje uspešnosti in učinkovitosti upravljanja s premoženjem vzajemnega sklada tako z vidika realizirane donosnosti kot tudi z vidika tveganja, ki ga nosijo investitorji v vzajemnem skladu.

V nadaljevanju sledi analiza osmih vzajemnih skladov različnih družb za upravljanje, in sicer je pri vsaki slovenski družbi za upravljanje izbran tisti sklad, katerega naložbena politika je najbolj usmerjena v azijske trge. To so: MP-ASIA.SI (ki se je 6. 4. 2010 preimenoval v ALTA ASIA ter 8. 1. 2011 postal podsklad krovnega sklada Alta), Publikum Azijski tigri (ki se je 6. 4. 2010 preimenoval v ALTA Azijski tigri ter 23. 5. 2011 ponovno preimenoval v ALTA BrazilRussiaIndiaChina in spremenil naložbeno politiko), Abančna DZU delniški Azija, Ilirika Azija delniški, KD Novi trgi, NFD Azija/Oceanija, Triglav Azija in NLB skladi – Azija delniški, ki je bil ustanovljen 30. 11. 2009.

Dnevne VEP sem pridobila od družb za upravljanje ter na spletni strani Vzajemci.com, ostali podatki pa so izračunani iz teh vrednosti. Preučujem leta 2008, 2009, 2010 in prvo polletje 2011 ter celotno obdobje od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2011.

5.1 DONOSNOST IN TVEGANJE

Osnovno načelo pri upravljanju s portfeljem je, da investitorji želijo dosežati čim večje donose ob danem tveganju. Tveganje in pričakovani donos sta v obratnem razmerju, tako da je višji donos pričakovati le ob višji stopnji tveganja in obratno, da je investitor pripravljen nositi višjo raven tveganja, le če mu to prinaša višji donos (Dimovski, 1999, str. 63–64). Iz tega izhaja, da je najuspešnejši vzajemni sklad tisti, ki doseže najugodnejše razmerje med tveganjem in pričakovano donosnostjo.

Donosnost v povezavi s tveganjem naložbe odločilno vpliva na odločitev vlagateljev, zato je smiselno ugotavljati in primerjati donosnost in stopnjo tveganja med posameznimi oziroma konkurenčnimi oblikami naložb (Mramor, 2000, str. 423).

5.1.1 Donosnost

Nihče ne ve in tudi ne more vedeti, kakšno donosnost naj pričakuje pri varčevanju v vzajemnih skladih. Govorimo lahko le o preteklih donosih, ki pa niso pokazatelji donosnosti v prihodnosti, saj so bodoči donosi odvisni od mnogih dejavnikov, kot so npr. splošna gospodarska gibanja v prihodnosti, naložbena struktura vzajemnega sklada, doba varčevanja, sposobnost upravljavca ipd. Tukaj je treba ločiti med pojmom donos in donosnost oziroma stopnja donosa. Pojem

donos označuje število denarnih enot, ki jih prejme investitor v določenem obdobju nad vrednostjo portfelja na začetku obdobja (Mramor, 2000, str. 73). Donosnost vzajemnega sklada pa je relativna mera, ki je izražena v odstotkih in predstavlja razmerje med ustvarjenim donosom v obdobju in vrednostjo portfelja na začetku obdobja (Kazalniki tveganja in donosa, 2009, str. 1).

Pretekli donosi za posamezen vzajemni sklad se izračunajo kot sprememba med VEP na zadnji obračunski dan v mesecu (t) in VEP na zadnji obračunski dan v predhodnem obdobju (t-n) oziroma mesecu (KD Skladi – Metodologija izračuna podatkov, 2011):

$$\text{Pretekla donosnost} = \left(\frac{VEP_t}{VEP_{t-n}} - 1 \right) * 100 \quad (2)$$

pri čemer je (t) zadnji obračunski dan v mesecu in (n) ustrezno obdobje.

V teh izračunih ni upoštevana inflacija, zato so podatki o donosnosti izraženi nominalno. Če pa želimo podatke o realni donosnosti, moramo upoštevati inflacijo. Inflacija, katere merilo je indeks cen življenjskih potrebščin, je konec leta 2008 znašala 2,1 %, konec leta 2009 1,8 %, konec leta 2010 1,9 %, povprečje prvega polletja 2011 pa je znašalo 2,2 % (UMAR – Ekonomsko ogledalo, 2011, str. 35).

Realno donosnost pa izračunamo iz enačbe (Sharpe, Alexander & Bailey, 1999, str. 108–109):

$$\text{Realna donosnost (RR)} = \frac{1 + NR}{1 + I} - 1 \quad (3)$$

pri čemer je (NR) nominalna donosnost in (I) inflacija.

Tabela 1: Prikaz nominalne in realne donosnosti (v %) po letih

Leto	2008		2009		2010		½ 2011		Celotno obdobje
Inflacija	2,1		1,8		1,9		2,2		
Vzajemni sklad	NR	RR	NR	RR	NR	RR	NR	RR	NR
MP-ASIA.SI	-51,83	-52,82	48,55	45,92	18,13	15,93	-11,11	-13,03	-24,87
Publikum Azijski tigri	-44,36	-45,50	36,06	33,65	15,93	13,77	-9,57	-11,52	-20,63
Abančna DZU	-32,65	-34,04	22,24	20,08	14,88	12,74	-7,77	-9,76	-12,77
Ilirika Azija	-48,87	-49,92	40,63	38,14	19,70	17,47	-5,87	-7,89	-18,98
KD Novi trgi	-54,10	-55,05	78,83	75,67	20,41	18,16	-7,46	-9,45	-8,54
NFD Azija/Oceanija	-35,24	-36,57	34,94	32,56	20,53	18,28	-9,73	-11,68	-4,92
Triglav Azija	-50,28	-51,31	31,42	29,09	18,37	16,16	-9,85	-11,79	-30,28
NLB Azija*	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	18,19	15,99	-10,95	-12,86	11,32

*Sklad je bil ustanovljen 30. 11. 2009.

V tabeli 1 prikazujem nominalne in realne donosnosti vseh vzajemnih skladov slovenskih DZU, ki vlagajo v Azijo, posebej po letih 2008, 2009, 2010, za prvo polletje 2011 ter za celotno obdobje od začetka leta 2008 do konca prvega polletja 2011.

V letu 2008 so imeli vsi vzajemni skladi negativno donosnost, najmanj je zanihal vzajemni sklad Abančne DZU (–32,65 %), najbolj pa KD Novi trgi (–54,20 %).

V letu 2009, ko so se razmere v gospodarstvu začele umirjati in so si trgi nekoliko opomogli, pa se je situacija ravno obrnila, kar pomeni, da je bil sklad KD Novi trgi z 78,83 % donosnostjo najuspešnejši, takoj za njim pa sledi MP-ASIA.SI z 48,55 % rastjo. Najmanj je zrasel sklad Abančne DZU (22,24 %).

V letu 2010 je najmanjšo rast ponovno zabeležil sklad Abančne DZU (14,88 %), največjo pa NFD Azija/Oceanija, takoj za njim pa sledijo KD Novi trgi (20,41 %), Ilirika Azija (19,70 %) ter MP-ASIA.SI, Triglav Azija in NLB Azija z nekaj več kot 18 % rastjo.

V prvi polovici leta 2011 pa so skladi spet zaznamovani z negativno rastjo, in sicer Ilirika Azija z najmanjšim padcem (–5,87 %) ter MP-ASIA.SI z največjim (–11,11 %).

Če gledamo celotno obdobje od začetka leta 2008 do konca prvega polletja 2011, so imeli vsi vzajemni skladi negativno rast razen sklada NLB Azija, ki je bil ustanovljen konec leta 2009 in zaradi njegove neizpostavljenosti padcem v letu 2008 ni relevantno, da ga upoštevam pri analizi celotne donosnosti. Kot vidimo, sta imela v 3,5-letnem obdobju najmanjši padec vzajemna sklada NFD Azija/Oceanija (–4,92 %) in KD Novi trgi (–8,54 %), z največjo izgubo pa je zaznamovan vzajemni sklad Triglav Azija (–30,28 %).

5.1.2 Tveganje

Vlagatelji se o svojih naložbah ne odločajo samo na osnovi donosnosti. Njihova odločitev je v veliki meri odvisna od naklonjenosti sprejemanju tveganja, zato je treba ugotavljati in primerjati tveganje posameznih oblik naložb. Enostavno ugotavljanje tveganja je mogoče že na osnovi razgibanosti krivulj donosnosti (Mramor, 2000, str. 425).

Tveganje pomeni verjetnost, da bo dejanska donosnost vzajemnega sklada odstopala od njene pričakovane donosnosti (Osnove vzajemcev, 2011, str. 1).

Na finančnem trgu ločimo več vrst tveganja (Prohaska, 1999, str. 188–196):

- **obrestno tveganje** ali tveganje spremembe obrestne mere je tveganje, da naložbe v obveznice ali depozite zaradi spremembe ravni obrestnih mer ne dosežejo pričakovane donosnosti;
- **kreditno tveganje** je tveganje, da dolžnik oziroma izdajatelj obveznice svojih obveznosti do imetnika vrednostnega papirja ne poravna pravočasno in/ali v celoti;
- **tržno tveganje** je tveganje spremembe tečaja vrednostnih papirjev zaradi splošnih tržnih in gospodarskih razmer ali zaradi dejavnikov, povezanih z aktivnostmi izdajatelja vrednostnega papirja;
- **tveganje inflacije** je tveganje, da bo inflacija v naložbenem obdobju višja od nominalne

donosnosti, kar pomeni, da bosta realna donosnost in s tem tudi kupna moč vlagatelja manjša;

- **tveganje odpoklica** je tveganje, da izdajatelj obveznice pred dospelostjo odpokliče oziroma odkupi del ali pa celotno izdajo obveznic;
- **likvidnostno tveganje** je tveganje, da vlagatelj ne more prodati vrednostnega papirja po zanj primerni ceni;
- **valutno tveganje** je tveganje spremembe deviznega tečaja v obdobju od trenutka nalaganja do vrnitve kapitala, naloženega v tujo valuto;
- **deželno tveganje** ali tveganje nalaganja po državah zajema široko področje različnih tveganj, in sicer vključuje politične, socialne in ekonomske vzroke.

Običajno se tveganje vzajemnega sklada meri s standardnim odklonom. Standardni odklon je statistična mera variabilnosti, s katero ocenjujemo tveganje sklada ter merimo odstopanja oziroma odklone posameznih stopenj donosa od povprečja preteklih donosnosti sklada. Višja kot je vrednost standardnega odklona, večja je bila spremenljivost tečajev. Posledično so zato donosnosti v posameznih obdobjih bolj nihale okoli povprečne stopnje donosa, kar pa pomeni večje tveganje (Kazalniki tveganja in donosa, 2009, str. 1).

Standardni odklon izračunamo s formulo (Pfajfar & Arh, 2004, str. 149):

$$\sigma_y = \sqrt{\frac{\sum (y_i - \bar{Y})^2}{N}} \quad (4)$$

pri čemer je (N) število dni merjenja v proučevanjem obdobju, (y_i) donosnost na posamezen dan in (\bar{Y}) povprečna dnevna donosnost.

Tabela 2: Prikaz standardnega odklona (v %)

VS	2008	2009	2010	½ 2011	Vsota
MP-ASIA.SI	31,48	18,84	9,17	7,98	23,94
Publikum Azijski tigri	27,45	14,95	9,92	8,09	20,43
Abančna DZU Azija	20,38	18,19	7,13	7,12	16,91
Ilirika Azija	28,45	20,74	7,41	6,73	22,48
KD Novi trgi	33,47	25,69	11,01	9,07	27,83
NFD Azija/Oceanija	20,37	16,26	9,54	6,56	17,41
Triglav Azija	29,97	14,92	8,47	5,59	21,61
NLB skladi – Azija	n.p.	n.p.	8,68	7,59	n. p.

Glede na posamezna leta in na celotno obdobje je imel sklad KD Novi trgi ves čas največja nihanja donosnosti od povprečne donosnosti, kar pomeni, da je bil sklad najbolj tvegan. Vendar če primerjam te podatke s podatki o donosnosti iz tabele 1, vidim, da je bil sklad na drugem mestu najbolj donosnih, kar pomeni, da se je tukaj tveganje izplačalo. Najmanjši standardni

odklon v celotnem obdobju pa je imel sklad Abančne DZU. Takoj za njim sledi sklad NFD Azija/Oceanija, ki pa je imel, kot je razvidno iz tabele 1, največjo donosnost.

Če analiziram po letih, je bil najmanj tvegan v letu 2008 sklad NFD Azija/Oceanija, v letu 2009 in prvi polovici 2011 Triglav Azija, v letu 2010 pa sklad Abančne DZU.

Na osnovi finančne teorije lahko tveganja razdelimo na sistematično tveganje in nesistematično tveganje, ki sta podrobneje razložena v modelu CAPM v naslednjem poglavju.

5.2 MODEL CAPM

W. F. Sharpe in J. Lintner sta leta 1964 in 1965 razvila model za določanje cen dolgoročnih naložb CAPM (angl. *Capital asset pricing model*), ki omogoča določanje učinkovitega premoženja, sestavljenega iz vrednostnih papirjev (Prohaska, 1999, str. 104).

Z modelom CAPM je mogoče izračunati zahtevano donosnost za posamezno naložbo. Osnovno načelo, na katerem model CAPM temelji, je, da je zahtevana stopnja donosa enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premije za tveganje (Mramor, 2000, str. 99). Netvegano stopnjo donosa lahko pričakujemo pri vlaganju v netvegane vrednostne papirje, najbolj netvegane pa so kratkoročne državne obveznice.

Berk, Peterlin in Ribarič (2005, str. 254–255) so zapisali, da gre pri modelu CAPM za ugotavljanje, kolikšno premijo za tveganje naj vlagatelji pripisujejo posamezni tvegani naložbi. Pravijo, da model CAPM določa premijo za tveganje za posamezno naložbo glede na gibanje donosnosti te naložbe in gibanje donosnosti tržnega premoženja. Tržno premoženje je opredeljeno kot celotna tržna kapitalizacija kapitalskega trga, katere gibanje donosnosti prikazuje borzni indeks.

Vlagatelji svoje premoženje vlagajo na kapitalski trg in navadno ga razdelijo med bolj tvegane in manj tvegane naložbe. Kot sem že omenila, med manj tvegane spadajo naložbe v kratkoročne državne obveznice, za bolj tvegane naložbe pa lahko vzamemo kar tržno premoženje. Vlagatelji od manj tvegane naložbe zahtevajo manjšo stopnjo donosa. Tako od netvegane naložbe zahtevajo **netvegano stopnjo donosa (r_f)**. Zahtevana **stopnja donosa za tržno premoženje (r_m)** se oblikuje na trgu kapitala v odvisnosti od obsega tveganja tržnega premoženja in od povprečnega odnosa vlagateljev do tveganja (Mramor, 2000, str. 90–91). Vlagatelji za svojo izpostavljenost tržnemu tveganju zahtevajo pribitek k donosnosti. Ta pribitek je **tržna premija za tveganje ($r_m - r_f$)** in predstavlja ceno za tveganje oziroma dodatno donosnost nad netvegano donosnostjo, ki jo investitor zahteva za izpostavljenost tržnemu tveganju in se meri v dodatnih odstotnih točkah zahtevane donosnosti (Berk, Peterlin & Ribarič, 2005, str. 255).

Po teoriji modela CAPM je skupno tveganje sestavljeno iz sistematičnega in nesistematičnega tveganja. Sistematično tveganje je splošno tveganje na trgu, ki izhaja iz sprememb v svetovnem ali nacionalnem gospodarstvu in se ga z razpršitvijo premoženja ne da odpraviti. Nesistematično

tveganje pa izhaja iz sprememb v uspešnosti poslovanja posameznih podjetij – izdajatelj delnic in ga je z razpršitvijo premoženja možno odpraviti (Prohaska, 1999, str. 105–106).

Sistematično oziroma tržno tveganje je označeno in merjeno s koeficientom beta (β), katerega vrednost prikazuje razsežnost, v kateri se spreminja premija za tveganje posameznega podjetja oziroma vzajemnega sklada glede na spremembe tržne premije za tveganje (Peterlin, 2005, str. 153). To pomeni, da kazalnik beta primerja volatilitno vzajemnega sklada s primerjalnim indeksom ali benchmarkom in nam s tem pove, koliko je gibanje donosnosti sklada povezano z gibanjem primerjalnega indeksa (Kazalniki tveganja in donosa, 2009, str. 1).

Vzajemni sklad, ki ima vrednost beta enako 0 ($\beta = 0$), ni izpostavljen sistematičnemu tveganju. Če je vrednost beta enaka 1 ($\beta = 1$), je sklad izpostavljen sistematičnemu tveganju v enaki meri, kot je izpostavljeno tveganjem tržno premoženje, kar pomeni, da je tveganje vzajemnega sklada enako tveganju povprečja borznega indeksa oziroma da se donosnost sklada giblje skladno z gibanjem donosnosti primerjalnega indeksa. Vzajemni sklad, ki ima beta večji od 1 ($\beta > 1$) je bolj tvegan kot tržno premoženje, sklad z vrednostjo beta med 0 in 1 ($0 < \beta < 1$) pa naj bi bil manj tvegan od tržnega premoženja (Peterlin, 2005, str. 153–154).

Statistično se β izračuna po naslednji formuli (Mramor, 2000, str. 97):

$$\beta_i = \frac{COV_{i,m}}{\sigma_m^2} \quad (5)$$

pri čemer je ($COV_{i,m}$) kovarianca donosov vzajemnega sklada i in donosov tržnega premoženja in (σ_m^2) varianca donosov tržnega premoženja.

Model za določanje cen dolgoročnih naložb ali model CAPM, s katerim se določi zahtevana donosnost posameznih naložb, ima naslednjo formulo (Mramor, 2000, str. 100):

$$r_i = r_f + (r_m - r_f)\beta_i \quad (6)$$

pri čemer je (r_i) zahtevana donosnost naložbe, (r_f) donosnost netvegane naložbe, (r_m) donosnost tržnega premoženja in (β_i) beta koeficient.

Enačba nam pove, da je zahtevana donosnost naložbe v tvegane vrednostne papirje enaka vsoti donosnosti netvegane naložbe oziroma naložbi v netvegane vrednostne papirje in premije za tveganje.

5.3 MERE USPEŠNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

5.3.1 Sharpov koeficient

Sharpov koeficient je mera za tveganju prilagojeno donosnost in nam pove, koliko tveganja je vlagatelj prevzel na enoto donosa. Bistvo Sharpovega koeficienta je, da nam pokaže, kolikšna je presežna donosnost na eno enoto celotnega tveganja portfelja. Tveganje portfelja se meri s standardnim odklonom donosnosti tega portfelja (Sharpe, Alexander & Bailey, 1999, str. 844).

Višja vrednost Sharpovega koeficienta pomeni, da je vzajemni sklad prinesel višji donos na enoto tveganja (Kazalniki tveganja in donosa, 2009, str. 2).

Sharpov koeficient izračunamo po naslednji formuli (Bodie, Kane & Marcus, 2009, str. 826):

$$\text{Sharpov koeficient} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma_p} \quad (7)$$

kjer je (\bar{r}_p) povprečna donosnost naložbe, (\bar{r}_f) povprečna donosnost netvegane naložbe in (σ_p) standardni odklon donosnosti naložbe.

5.3.2 Treynorjev koeficient

Treynorjev koeficient meri presežno donosnost naložbe nad netvegano donosnostjo naložbe. Od Sharpovega koeficienta se razlikuje po tem, da pri Sharpovem koeficientu upoštevamo celotno tveganje portfelja, to je sistematično in nesistematično tveganje, pri Treynorjevem koeficientu pa upoštevamo samo sistematično tveganje. Višja vrednost Treynorjevega koeficienta za vzajemni sklad pomeni, da je učinkovitejši in bolje upravljan od vzajemnega sklada z nižjim koeficientom. Treynorjev koeficient izračunamo po naslednji formuli (Bodie, Kane & Marcus, 2009, str. 826):

$$\text{Treynorjev koeficient} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\beta_p} \quad (8)$$

kjer je (\bar{r}_p) povprečna donosnost naložbe, (\bar{r}_f) povprečna donosnost netvegane naložbe in (β_p) beta koeficient.

5.3.3 Jensenovo merilo

Jensenovo merilo ali kazalnik alfa (α) meri presežno donosnost vzajemnega sklada nad donosnostjo primerljivega premoženja oziroma indeksa. Opredeljeno je kot razlika med povprečno donosnostjo, ki jo ocenimo s pomočjo modela CAPM, oziroma s pomočjo kazalnika beta in povprečno donosnostjo primerljivega portfelja (Bodie, Kane & Marcus, 2009, str. 826).

Kazalnik pove, ali vzajemni sklad dosega oziroma presega pričakovano donosnost pri določeni stopnji tveganja. Višja kot je vrednost kazalnika, bolj močno vzajemni sklad presega primerjalno vrednost (Kazalniki tveganja in donosa, 2009, str. 2).

Jensenovo merilo oziroma kazalnik alfa izračunamo po naslednji formuli (Bodie, Kane & Marcus, 2009, str. 826):

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + \beta_p(\bar{r}_M - \bar{r}_f)] \quad (9)$$

kjer je (α_p) alfa, (\bar{r}_p) povprečna donosnost naložbe, (\bar{r}_f) povprečna donosnost netvegane naložbe, (β_p) beta koeficient in (\bar{r}_M) pričakovana tržna donosnost.

5.3.4 Kazalnik Sortino

Kazalnik Sortino je podoben Sharповemu koeficientu in meri dodatno donosnost nad minimalno še sprejemljivo donosnostjo na enoto tveganja. Tveganje je merjeno s t. i. odklonom navzdol, kar pomeni, da se pri izračunu tveganja upošteva samo negativne donosnosti oziroma negativne odklone. Namesto netvegane donosnosti se uporabi minimalna še sprejemljiva donosnost. Višja vrednost kazalnika pomeni boljše upravljanje portfelja (Sortino & Satchell, 2002, str. 179).

Kazalnik Sortino izračunamo po naslednji formuli (Sortino & Satchell, 2002, str. 179):

$$\text{Kazalnik Sortino} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_t}{\sigma_d} \quad (10)$$

kjer je (\bar{r}_p) pričakovana donosnost naložbe, (\bar{r}_t) minimalna še sprejemljiva donosnost in (σ_d) standardni odklon oziroma negativna donosnost.

»V praksi negativen odklon izračunamo tako, da najprej v opazovanem obdobju poiščemo zgolj donosnosti, katerih vrednost je nižja od minimalne še sprejemljive donosnosti. Nato od vsake tako dobljene vrednosti, znotraj celotnega obdobja, odštejemo še minimalno sprejemljivo donosnost ter razliko kvadriramo. Dobljene vrednosti na časovni skali znotraj obdobja seštejemo ter delimo s skupnim številom teh vrednosti, končni rezultat (negativen odklon donosnosti) pa je koren tega količnika« (Vrh, 2008, str. 56–57).

Pri izračunu Sortinovega koeficienta potrebujem minimalno še sprejemljivo donosnost, za katero sem določila letno obrestno mero pri Novi Ljubljanski banki, ki znaša 2,5 % (NLB Varčevanja, 2011).

5.3.5 Primerjalni indeks in netvegana naložba

Primerjalni indeks (angl. *benchmark*) je merilo oziroma sredstvo za primerjavo rezultatov. Pri analizi poslovanja vzajemnih skladov, ki vlagajo v Azijo, sem za benchmark uporabila FTSE All world Asia Pacific Index.

FTSE All World Asia Pacific indeks je del vrste indeksov, ki so bili oblikovani za pomoč azijsko-pacifiškim investitorjem za primerjavo njihovih investicij (FTSE World Asia Pacific Index, 2011).

FTSE All World Asia Pacific indeks je prosto likviden indeks, ki predstavlja izbrana tržna povprečja (All World Asia Pacific Index, 2011).

5.4 ANALIZA MER USPEŠNOSTI

V nadaljevanju prikazujem uspešnost delniških vzajemnih skladov slovenskih družb za upravljanje, ki vlagajo na azijske trge. Za analizo so uporabljeni zgoraj naštet in opisani kazalniki. Z opisano metodologijo izračuna kazalcev uspešnosti poskušam ugotoviti, kateri vzajemni sklad je najuspešnejši.

Kot sem že omenila, sem dnevne VEP pridobila od družb za upravljanje ter na spletni strani Vzajemci.com, ostale podatke pa sem izračunala iz teh vrednosti. Preučujem leta 2008, 2009, 2010 in prvo polletje 2011 ter celotno obdobje od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2011. Izračuni temeljijo na podatkih o letni donosnosti posameznega sklada, ki je izračunana po formuli 1. Donosnosti in standardni odklon, ki odraža tveganje sklada, so razloženi že v podpoglavju 5.1.1 in 5.1.2, tako da se v nadaljevanju predvsem osredotočam na razlago ostalih kazalnikov.

Kot netvegano naložbo sem vzela 2-letno nemško državno obveznico, ki je tudi primerjalno merilo oziroma benchmark za ostale obveznice, tudi slovenske. Pri izračunih sem potrebovala vrednosti oziroma letne donosnosti netvegane naložbe, ki sem jih izračunala iz podatkov o donosnosti do dospelja.

Kot tržno premoženje sem vzela FTSE All world Asia Pacific Index, ki sem ga že omenila in opredelila pod točko 5.3.5. Potrebovala sem letne donosnosti tržnega premoženja, ki sem jih izračunala iz dnevnih vrednosti tega indeksa.

Tabela 4: Merila uspešnosti vzajemnih skladov za leto 2008

	Letna donosnost (v %)	Standardni odklon (v %)	Beta	Sharpov koeficient	Treynorjev koeficient	Jensenovo merilo	Kazalnik Sortino
Vzajemni sklad	2008						
MP-ASIA.SI	-51,83	31,48	0,96	-1,717	-56,305	-9,881	-4,323
Publikum Azijski tigri	-44,36	27,45	0,83	-1,696	-56,230	-8,464	-4,005
Abančna DZU Azija	-32,65	20,38	0,56	-1,711	-61,996	-8,990	-4,579
Ilirika Azija	-48,87	28,45	0,90	-1,795	-56,786	-9,693	-4,431
KD Novi trgi	-54,10	33,47	1,07	-1,682	-52,613	-7,067	-4,607
NFD Azija/Oceanija	-35,24	20,37	0,56	-1,838	-66,746	-11,634	-5,199
Triglav Azija	-50,28	29,97	0,85	-1,751	-61,668	-13,329	-4,670
NLB Azija	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.

Kot sem že omenila, kazalnik beta pove, koliko je gibanje donosnosti sklada povezano z gibanjem donosnosti primerjalnega indeksa. Vzajemni sklad KD Novi trgi je edini, ki ima vrednost kazalnika beta večjo od 1, kar pomeni, da je sklad bolj tvegan kot tržno premoženje oziroma primerjalni indeks. Ostali skladi pa imajo vrednost med 0 in 1 in so manj tvegani od primerjalnega indeksa. Najmanjšo vrednost kazalnika beta imata NFD Azija/Oceanija in Abančna DZU Azija, ki sta glede na njuno donosnost in standardni odklon tudi najbolj upravljana sklada v letu 2008. Najslabše upravljan pa je glede na te tri kazalnike KD Novi trgi.

Sharpov koeficient nam pove, kolikšna je bila dosežena donosnost glede na eno enoto celotnega prevzetega tveganja. Vrednost tega koeficienta je pri vseh skladih negativna, najbolj pri NFD in najmanj pri KD Novi trgi, kar pomeni, da bi se v teh razmerah manj tvegana naložba bolje odzvala, to je z višjo donosnostjo.

Treynorjev koeficient nam pokaže presežno donosnost naložbe nad netvegano donosnostjo naložbe na enoto tržnega tveganja. Vsi skladi imajo negativno vrednost tega koeficienta, najmanj negativen je bil pri KD Novi trgi, najbolj pa pri NFD.

Jensenovo merilo nam pokaže presežno donosnost vzajemnega sklada nad donosnostjo primerjalnega indeksa. Vse vrednosti tega kazalnika so negativne, kar pomeni, da donosnost nobenega sklada ni dovolj velika glede na njegovo tveganje.

Kazalnik Sortino meri dodatno donosnost nad minimalno še sprejemljivo donosnostjo na enoto tveganja. Vsi skladi imajo vrednost negativno.

Če gledamo celotno sliko kazalnikov, je bil v letu 2008 najbolj upravljan vzajemni sklad KD Novi trgi, najslabše pa NFD Azija/Oceanija.

Tabela 5: Merila uspešnosti vzajemnih skladov za leto 2009

	Letna donosnost (v %)	Standardni odklon (v %)	Beta	Sharpov koeficient	Treynorjev koeficient	Jensenovo merilo	Kazalnik Sortino
Vzajemni sklad	2009						
MP-ASIA.SI	48,55	18,84	0,63	2,554	76,166	24,848	12,206
Publikum Azijski tigri	36,06	14,95	0,53	2,383	67,076	16,064	9,155
Abančna DZU Azija	22,24	18,19	0,62	1,199	35,409	-0,882	4,548
Ilirika Azija	40,63	20,74	0,79	1,938	50,749	11,019	11,991
KD Novi trgi	78,83	25,69	0,99	3,052	79,059	41,871	28,333
NFD Azija/Oceanija	34,94	16,26	0,57	2,122	60,723	13,578	7,588
Triglav Azija	31,42	14,92	0,46	2,078	66,818	13,905	7,540
NLB Azija	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.

V letu 2009 se je po donosnosti sicer najbolj izkazal KD Novi trgi, vendar pa je bil glede na standardni odklon najbolj tvegan. Sklad ima tudi najvišjo vrednost kazalnika beta, ki je 0,99 in pomeni, da je tveganje sklada KD skorajda enako tveganju primerjalnega indeksa. Ostali skladi so zaradi nižjih vrednosti kazalnika beta manj tvegani od primerjalnega indeksa. Najnižjo vrednost kazalnika beta ima Triglav Azija, ki pa je glede na standardni odklon tudi najmanj tvegan.

Sharpov koeficient je bil najvišji pri skladu KD Novi trgi, kar pomeni, da je bila dosežena donosnost na enoto prevzetega tveganja pri tem skladu najvišja, najnižja pa je bila dosežena pri vzajemnem skladu Abančne DZU.

Treynorjev koeficient oziroma presežna donosnost naložbe nad netvegano donosnostjo naložbe na enoto tržnega tveganja je najvišja pri skladu družbe Medvešek Pušnik (MP-ASIA.SI), najnižja pa pri skladu Abančne DZU.

Jensenovo merilo oziroma kazalnik je pozitiven pri vseh skladih razen pri Abančni DZU, kar pomeni, da je donosnost vseh skladov razen Abančna DZU Azija presegla donosnost primerjalnega indeksa.

Najvišjo vrednost Sortinovega koeficienta ima sklad KD Novi trgi, kar pomeni, da je njegova dodatna donosnost nad minimalno še sprejemljivo donosnostjo na enoto tveganja najvišja. Najnižjo vrednost pa ima sklad Abančne DZU.

Če gledamo celotno sliko kazalnikov, je bil v letu 2009 najbolj upravljan vzajemni sklad KD Novi trgi, najslabše pa sklad Abančne DZU.

Tabela 6: Merila uspešnosti vzajemnih skladov za leto 2010

	Letna donosnost (v %)	Standardni odklon (v %)	Beta	Sharpov koeficient	Treynorjev koeficient	Jensenovo merilo	Kazalnik Sortino
Vzajemni sklad	2010						
MP-ASIA.SI	18,13	9,17	0,13	1,926	133,288	15,674	7,211
Publikum Azijski tigri	15,93	9,92	0,20	1,559	76,057	12,412	5,134
Abančna DZU Azija	14,88	7,13	0,11	2,021	131,098	12,763	10,755
Iirika Azija	19,70	7,41	-0,06	2,597	-316,710	20,147	10,490
KD Novi trgi	20,41	11,01	0,33	1,811	61,154	15,046	8,503
NFD Azija/Oceanija	20,53	9,54	0,27	2,103	73,794	15,984	8,660
Triglav Azija	18,37	8,47	0,16	2,113	108,817	15,431	11,921
NLB Azija	18,19	8,68	0,24	2,041	74,904	14,171	7,266

V letu 2010 se je glede na najmanjšo vrednost standardnega odklona in kazalnika beta najbolje odrezal vzajemni sklad Abančne DZU, vendar pa je hkrati imel tudi najmanjšo donosnost. Kot najbolj tvegan se je ponovno izkazal sklad KD, vendar pa je bil hkrati tudi med najbolj donosnimi v letu 2010. Izjema je bil vzajemni sklad Iirika Azija, ki je imel negativno vrednost kazalnika beta (-0,06), kar pomeni, da se je donosnost naložb v tem skladu v povprečju obnašala obratno kot pa donosnost naložb, ki sestavljajo primerjalni indeks.

Sharpov koeficient ima najvišjo vrednost pri skladu Iirika Azija, kar pomeni, da je bila dosežena donosnost na enoto prevzetega tveganja tukaj najvišja, pri skladu Publikum Azijski tigri pa najnižja.

Vrednost Treynorjevega koeficienta je bila najvišja pri skladu MP-ASIA.SI, najmanjšo oziroma celo negativno vrednost pa nosi sklad Iirika Azija. Razlog za negativno vrednost je v negativni vrednosti koeficienta beta, saj Treynorjev koeficient uporablja kazalnik beta kot mero volatilnosti.

Jensenovo merilo oziroma kazalnik je pozitiven pri vseh skladih, kar pomeni, da je njihova donosnost preseгла donosnost primerjalnega indeksa in da je donosnost portfelja sklada dovolj velika glede na njegovo tveganje. Najvišjo vrednost ima Iirika Azija, najnižjo pa Abančna DZU.

Najvišjo vrednost Sortinovega koeficienta ima sklad Triglav Azija, kar pomeni, da je njegova dodatna donosnost nad minimalno še sprejemljivo donosnostjo na enoto tveganja najvišja. Najnižjo vrednost pa ima sklad Publikum Azijski tigri.

Najboljše in najslabše vrednosti kazalnikov so med skladi zelo razpršene, zato na prvi pogled ne morem določiti najbolje in najslabše upravljanega sklada. Če gledam celotno sliko bolj podrobno, pa bi rekla, da je bil najbolje upravljan vzajemni sklad NFD Azija/Oceanija, saj je imel najvišjo donosnost, vse ostale kazalnike pa ima zelo blizu najboljšim vrednostim. Kot najslabše upravljanega pa bi ocenila Publikum Azijski tigri, saj je po donosnosti najbliže najmanj

donosnemu (Abančna DZU delniški Azija) in tudi vse ostale kazalnike ima ovrednotene precej slabo.

Tabela 7: Merila uspešnosti vzajemnih skladov za prvo polletje 2011

	Letna donosnost (v %)	Standardni odklon (v %)	Beta	Sharpov koeficient	Treynorjev koeficient	Jensenovo merilo	Kazalnik Sortino
Vzajemni sklad	½ 2011						
MP-ASIA.SI	-11,11	7,98	-0,10	-1,299	100,791	-10,464	-3,845
Publikum Azijski tigri	-9,57	8,09	-0,04	-1,091	210,210	-8,865	-3,203
Abančna DZU Azija	-7,77	7,12	-0,62	-0,987	11,302	-7,602	-3,256
Iirika Azija	-5,87	6,73	0,26	-0,761	-19,349	-4,878	-3,205
KD Novi trgi	-7,46	9,07	-0,77	-0,740	8,737	-7,423	-2,769
NFD Azija/Oceanija	-9,73	6,56	-0,54	-1,371	16,560	-9,491	-4,068
Triglav Azija	-9,85	5,59	-0,44	-1,628	20,678	-9,514	-4,285
NLB Azija	-10,95	7,59	-0,44	-1,344	23,362	-10,605	-3,498

V prvi polovici leta 2011 je pozitivno vrednost kazalnika beta zabeležil samo sklad Iirika Azija, kar pomeni, da je bilo tveganje sklada manjše kot tveganje primerjalnega indeksa. Ostali vzajemni skladi pa imajo negativno vrednost kazalnika beta, kar pomeni, da se donosnosti naložb v skladih v povprečju obnašajo obratno kot pa donosnosti naložb, ki sestavljajo primerjalni indeks.

Sharpov koeficient ima pri vseh skladih negativne vrednosti, kar pomeni, da je bila dosežena donosnost na enoto prevzetega tveganja negativna, in sicer najbolj pri Triglav Aziji in najmanj pri KD Novi trgi.

Treynorjev koeficient oziroma presežna donosnost naložbe nad netvegano donosnostjo naložbe na enoto tržnega tveganja je bila najvišja pri Publikumovem skladu Azijski tigri, najnižja in celo negativna pa pri skladu Iirika Azija.

Vrednost Jensenovega merila je vnovič pri vseh skladih negativna, kar pomeni, da njihova donosnost ni dosegla donosnosti primerjalnega indeksa. Najvišjo vrednost ima sklad Iirika Azija, najnižjo pa NLB Azija.

Tudi vrednosti kazalnika Sortino so ponovno negativne, in sicer ima najvišjo vrednost sklad KD Novi trgi, najnižjo pa Triglav Azija.

Tudi v prvem polletju 2011 so vrednosti kazalnikov dokaj razpršene med skladi. Vendar sem kot najbolje upravljanega izbrala vzajemni sklad Iirika Azija, saj je imel najmanjši padec pri donosnosti in tudi ostali kazalniki imajo najboljše vrednosti razen Treynorjevega koeficienta. Kot najslabše upravljanega pa sem izbrala sklad Triglav Azija, saj ima dva kazalnika najslabša, druga dva pa sta tudi med slabše ovrednotenimi.

Tabela 8: Merila uspešnosti vzajemnih skladov za celotno obdobje od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2011

	Letna donosnost (v %)	Standardni odklon (v %)	Beta	Sharpov koeficient	Treynorjev koeficient	Jensenovo merilo	Kazalnik Sortino
Vzajemni sklad	2008 – 30. 6. 2011						
MP-ASIA.SI	-24,87	23,94	0,78	-1,063	-32,260	-15,203	-3,367
Publikum Azijski tigri	-20,63	20,43	0,67	-1,039	-31,297	-12,412	-3,078
Abančna DZU Azija	-12,77	16,91	0,52	-0,790	-25,442	-6,538	-2,905
Iirika Azija	-18,98	22,48	0,76	-0,870	-25,585	-9,630	-3,014
KD Novi trgi	-8,54	27,83	0,99	-0,328	-9,179	3,794	-1,360
NFD Azija/Oceanija	-4,92	17,41	0,56	-0,316	-9,783	1,807	-1,406
Triglav Azija	-30,28	21,61	0,67	-1,429	-45,568	-22,071	-4,266
NLB Azija	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.	n. p.

V celotnem obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2011 so donosnosti skladov negativne. Najbolje sta bila upravljana vzajemna sklada KD Novi trgi in NFD Azija/Oceanija, ki imata najmanjše padce donosnosti in najboljše ovrednotene kazalnike uspešnosti. Ta dva sklada sta tudi edina s pozitivnim Jensenovim merilom, kar pomeni, da sta sklada dosegla presežno donosnost glede na njuno tveganje. Vzajemni sklad KD Novi trgi je najbolj tvegan, vendar ima najboljše ovrednotene tri kazalnike, medtem ko ima vzajemni sklad NDF Azija/Oceanija najmanjši padec donosnosti, najvišji Sharpov koeficient, vrednosti ostalih kazalnikov pa so le malenkost slabše od sklada KD Novi trgi. Ostali skladi pa si po uspešnosti poslovanja sledijo v naslednjem vrstnem redu. Na tretjem mestu je sklad Abančne DZU, na četrtem mestu Iirika Azija, na petem mestu Publikum Azijski tigri, na šestem MP.ASIA.SI in na zadnjem mestu kot najmanj donosen in najslabše upravljan sklad Triglav Azija. Vzajemni sklad NLB Azija pa v analizo za celotno obdobje nisem vključila, saj je sklad začel poslovati konec leta 2009 in se mi zdi to obdobje prekratko za celotno analizo.

SKLEP

Vlagatelj se na osnovi svoje naklonjenosti k tveganju odloči za vlaganje v določen vzajemni sklad. Običajno bolj tvegani skladi prinašajo večjo donosnost kot manj tvegani. Vzajemni skladi, ki vlagajo v azijske trge, imajo višjo stopnjo tveganja, zato tudi njihovi vlagatelji pričakujejo višje donose. Vendar so zaradi finančne krize vlagatelji občutili tudi negativno stran višjega tveganja, to je višje padce donosnosti.

Ko na borznih trgih prihaja do pozitivnih in negativnih dogajanj ali pa celo samo do optimističnih ali pesimističnih napovedi, se to odraža v nihanju vrednostnih papirjev in posledično vzajemnih skladov. In pri občutno slabših napovedih oziroma dogajanjih na borznem trgu je za vlagatelje priporočljivo, da premoženje iz delniških in mešanih vzajemnih skladov umaknejo v bolj varne, obvezniške sklade. Za svetovanje so vlagateljem na voljo finančni svetovalci, upravljavci skladov in analitiki, saj se DZU trudijo obdržati obstoječe vlagatelje ter seveda pritegniti nove. To poskušajo narediti s čimboljšim upravljanjem sredstev v vzajemnih

skladih, z različnimi akcijami brez vstopnih stroškov, s svetovanjem ter nenehnim spremljanjem borznih trgov in izpopolnjevanjem znanja upravljavcev.

V diplomski nalogi sem za analizo poslovanja oziroma za ugotavljanje uspešnosti vzajemnih skladov uporabila mere uspešnosti, ki so najboljši pokazatelj uspešnosti vzajemnega sklada, saj upoštevajo donosnost in tveganje obenem. Izbrala sem kazalnike, ki temeljijo na metodi CAPM, to so Sharpov koeficient, Treynorjev koeficient, Jensenovo merilo in kazalnik Sortino. Na primeru analize za celotno obdobje od začetka leta 2008 do prvega polletja 2011 sem ugotovila, da sta bila najbolje upravljana vzajemna sklada NFD Azija/Oceanija in KD Novi trgi, ki imata najbolje ovrednotene kazalnike uspešnosti.

Za azijska gospodarstva se pričakuje, da bodo v prihodnosti nadpovprečno rasla in to predstavlja pomembno prednost te regije. Kot že omenjeno, so naložbe v azijske trge nekoliko bolj tvegane od naložb v razvite kapitalske trge, zato je za te sklade pomembna dobra geografska in panožna razpršenost, s čimer se tveganje nekoliko zmanjša. Vlagatelji v vzajemne sklade pa bi se morali kljub visoki likvidnosti sredstev tudi zavedati, da naj bi bilo vlaganje oziroma varčevanje v skladih dolgoročna naložba, saj je s tem tveganje manjše in možnosti za višjo donosnost večje. Tako je tudi pri analizi poslovanja vzajemnih skladov v moji diplomski nalogi prihajalo do nihanj v rezultatih mer uspešnosti vzajemnih skladov in mislim, da glede na to, da, kot sem že omenila, so vzajemni skladi mišljeni kot dolgoročna naložba, je bolj smiselno gledati celotno oziroma dolgoročno časovno obdobje.

LITERATURA IN VIRI

1. *All World Asia Pacific Index*. Najdeno 6. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=FTAW06:IND>
2. Berk, A., Peterlin J., & Ribarič P. (2005). *Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa*. Ljubljana: GV Založba.
3. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2009). *Investments* (8th ed.). New York: McGraw Hill.
4. Dimovski, V. (1999). *Bančništvo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
5. Dimovski, V., & Gregorič, A. (2000). *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
6. *FTSE World Asia Pacific Index*. Najdeno 6. septembra 2011 na spletnem naslovu http://www.ftse.com/Indices/FTSE_All_World_Index_Series/Downloads/FTSE_World_Asia_Pacific_Index_Factsheet.pdf
7. Jesenek, M. (2003). *Vodnik za preračunljivo investiranje: (vse o investiranju v vrednostne papirje)*. Velenje: Založba Pozoj.
8. *Kazalniki tveganja in donosa*. Najdeno 6. novembra 2009 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_article.php?ArticleID=19406
9. *KD Skladi – Metodologija izračuna podatkov*. Najdeno 11. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.si/subpages/getfile.php?action=getfile&file=data%2Ffiles%2F1251439702.pdf&filename=Metodologija+izra%C4%8Dunov>
10. Koletnik, F. (1997). *Analiziranje računovodskih izkazov*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
11. *Letno poročilo Ilirika Azija delniški* (2008). Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.ilirika.si/files/userfiles/DZU/revidirana%20letna%20poročila/letna%20porocila%202008/Letno%20poročilo%20ILIRAZI%202008.pdf>
12. *Letno poročilo Ilirika Azija delniški* (2009). Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.ilirika.si/files/userfiles/DZU/Azuracija%20april%202010/ILIRIKA%20Krovni%20sklad%20-%20LP%202009%20s%20podpisi%20%20WEB.pdf>
13. *Letno poročilo KD Novi trgi* (2008). Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.si/subpages/getfile.php?action=getfile&file=data%2Ffiles%2F1272280346.pdf&filename=Letno+poro%C4%8Dilo+2008>
14. *Letno poročilo NFD Azija/Oceanija* (2008). Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://www.nfd.si/datoteke/dokumenti/LETNO_POROCILO_2008-NFD-AZIJA-OCEANIJA.pdf
15. *Letno poročilo NFD* (2009). Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://www.nfd.si/datoteke/dokumenti/Krovni_sklad_NFD-Letno_porocilo_2009.pdf
16. *Letno poročilo NFD* (2010). Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://www.nfd.si/datoteke/dokumenti/Krovni_sklad_NFD-Letno_porocilo_2010.pdf
17. *Letno poročilo Publikum* (2009). Najdeno 16. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.alta.si/Doc/ALTA_Skladi/Dokumenti/1%ALTA%skupni dokumenti/Letno%poročilo Krovnega sklada% 2009.pdf
18. Lončarski, I., & Krisper, B. (2008). *Investicijski skladi*. Ljubljana: Zveza potrošnikov Slovenije, Mednarodni inštitut za potrošniške raziskave.
19. Lubej, S. (2005). *Vzajemni skladi za vsakogar* (druga razširjena izdaja). Maribor: Kapital.

20. *Mesečno poročilo avgust NLB Azija delniški* (2011). Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://www.nlbskladi.si/doc/NLB-skladi/mesecna_porocila/2011/MesecnoPorocilo-avgust_2011_objava01.pdf
21. Mramor, D. (2000). *Poglavja iz poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
22. *NLB Varčevanja*. Najdeno 16. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/obrestne-mere-varcevanja-depoziti>
23. *Osnove vzajemcev*. Najdeno 13. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/osnove_vzajemcev/16
24. Peterlin, J. (2005). *Obvladovanje finančnih tveganj: Vrednotenje, računovodenje in nadziranje uporabe izpeljanih finančnih instrumentov in varovalnih razmerij v praksi*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
25. Pfajfar, L., & Arh, F. (2004). *Statistika 1*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. *Polletno poročilo NFD* (2010). Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://www.nfd.si/datoteke/dokumenti/POLLETNO_POROCILO_2010-NFD_Krovni_sklad-julij2010.pdf
27. *Polletno poročilo NFD* (2011). Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://www.nfd.si/datoteke/dokumenti/Krovni_sklad_NFD-Polletno_porocilo_2011.pdf
28. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. *Sestava premoženja vzajemnih skladov*. Najdeno 2. novembra 2011 na spletnem naslovu http://www.a-tvp.si/Documents/Skupaj_VS.pdf
30. Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (1999). *Investments* (6th ed.). Upper Saddle River: Prentice Hall.
31. Sklep o letnem in polletnem poročilu investicijskega sklada. *Uradni list RS* št. 119/2008.
32. Slovenski računovodski standard 24. (2006). Oblike bilance stanja za zunanje poslovno poročanje. Najdeno 30. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/publikacije>
33. Slovenski računovodski standard 25. (2006). Oblike izkaza poslovnega izida za zunanje poslovno poročanje. Najdeno 30. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/publikacije>
34. Slovenski računovodski standard 26. (2006). Oblike izkaza denarnih tokov za zunanje poslovno poročanje. Najdeno 30. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/publikacije>
35. Slovenski računovodski standard 27. (2006). Oblike izkaza gibanja kapitala za zunanje poslovno poročanje. Najdeno 30. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/publikacij>
36. Slovenski računovodski standard 38. (2006). Računovodske rešitve v vzajemnih skladih. Najdeno 27. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/publikacije>
37. Sortino, F. A., & Satchell, S. E. (2002). *Managing downside risk in financial markets: theory, practice and implementation*. Oxford: Butterworth Heinemann.
38. *UMAR – Ekonomsko ogledalo, julij–avgust 2011, št. 7–8, let. XVII*. Najdeno 28. septembra 2011 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/eo/2011/EO_julAvg_2011a.pdf

39. Vrh, A. (2008). *Primerjava uspešnosti upravljanja vzajernih skladov z uspešnostjo upravljanja portfeljev v individualnem upravljanju premoženja* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
40. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. *Uradni list RS št. 77/2011-ZISDU-2*.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: Shema bilance stanja vzajemnega sklada.....	1
PRILOGA 2: Shema izkaza poslovnega izida vzajemnega sklada	3
PRILOGA 3: Shema izkaza denarnega toka vzajemnega sklada.....	5
PRILOGA 4: Naložbena politika vzajemnih skladov po državah	6
PRILOGA 5: Vrednosti enote premoženja (VEP) vzajemnih skladov	10

PRILOGA 1: Shema bilance stanja vzajemnega sklada (SRS 38, 2006)

I. Sredstva

1. **Denarna sredstva** – denarna sredstva na transakcijskem računu, denarna sredstva na deviznem računu in dodatna likvidna sredstva (depozit na odpoklic ...)
2. **Depoziti pri bankah in posojila** – depoziti pri domačih in tujih bankah ter naložbe v posojila za varovanje pred tečajnimi tveganji
3. **Vrednostni papirji in inštrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev** – naložbe v vrednostne papirje in inštrumente denarnega trga, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev domačih ali tujih izdajateljev
4. **Inštrumenti denarnega trga prvovrstnih izdajateljev** – naložbe v inštrumente denarnega trga, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, vendar so likvidni
5. **Investicijski kuponi in delnice ciljnih skladov** – naložbe v investicijske kupone oziroma delnice investicijskih skladov, s katerimi se ne trguje ali pa se lahko trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev
6. **Sestavljeni in izpeljani finančni inštrumenti** – finančne opcije, rokovne pogodbe (angl. *futures*), rokovni oziroma terminski posli (angl. *forwards*), zamenjave obrestnih mer (angl. *swaps*) in valutne zamenjave
7. **Drugi prenosljivi vrednostni papirji in drugi inštrumenti denarnega trga** – ostale naložbe (npr. potrdila o vlogi; vrednostni papirji, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu); dolžniškim inštrumentom se dnevno pripisujejo obresti
8. **Terjatve** – terjatve za prodane ali zapadle naložbe, terjatve iz financiranja (za obresti, dividende ipd.), terjatve do bank (npr. obresti od danih depozitov) ter druge terjatve iz poslovanja
9. **Aktivne časovne razmejitev** – vračunane obresti za depozite, ki se ob zapadlosti prenesejo med terjatve za obresti
10. **Skupaj sredstva** (od 1 do 9)

II. Obveznosti do virov sredstev

1. **Poslovne obveznosti** – obveznosti iz nakupa vrednostnih papirjev in drugih finančnih inštrumentov, obveznosti iz upravljanja (upravljavska provizija, provizija od vplačil in izplačil posameznih investicijskih kuponov), obveznosti za plačilo davkov, obveznosti iz naslova razdelitve dobička oziroma drugih izplačil imetnikom enot premoženja ter druge poslovne obveznosti (obveznosti iz odkupa investicijskih kuponov, obveznosti za vplačana in še ne konvertirana sredstva investitorjev, obveznosti do skrbniške banke)
2. **Finančne obveznosti** – posojila, obveznosti iz izpeljanih finančnih inštrumentov ter druge finančne obveznosti
3. **Pasivne časovne razmejitev** – vnaprej vračunani stroški, ki se dnevno povečujejo na osnovi ocenjenega letnega stroška (stroški revidiranja, obveščanja vlagateljev, stroški plačilnega prometa ipd.)

4. Obveznosti do naložbenikov (investitorjev) v enote premoženja – nominalna vrednost vplačanih enot premoženja; vplačani presežek enot premoženja; presežek iz prevrednotenja; preneseni čisti dobiček ali prenesena čista izguba iz prejšnjih obračunskih obdobj; nerazdeljeni čisti dobiček ali čista izguba obračunskega obdobja

5. Skupaj obveznosti do virov sredstev (od 1 do 4).

PRILOGA 2: Shema izkaza poslovnega izida vzajemnega sklada (SRS 38, 2006)

1. **Prihodki od obresti** – obračunane obresti od denarnih sredstev na transakcijskem računu, devizna sredstva na deviznem računu ter obresti, obračunane od depozitov
2. **Prihodki od dividend** – prihodki iz naslova dividend, ki izvirajo iz finančnih naložb družbe
3. **Drugi finančni prihodki** – pozitivne tečajne razlike od vrednostnih papirjev, od terjatev in obveznosti v tuji valuti ter od denarnih sredstev na deviznem računu
4. **Iztrženi dobički pri naložbah** – pozitivne razlike med prodajno ceno prodanih naložb in njihovo nakupno ceno
5. **Neiztrženi dobički pri naložbah** – povečanja vrednosti naložb
6. **Drugi prihodki** – vsi ostali prihodki (npr. stotinske izravnave)
7. **Skupaj prihodki** (od 1 do 6)
8. **Odhodki v zvezi z družbo za upravljanje** – obračunana upravljavška provizija
9. **Odhodki v zvezi z banko skrbnico** – obračunana skrbniška provizija ter stroški KDD, transakcijski stroški, stroški hrambe tujih vrednostnih papirjev, ki jih zaračunava banka skrbnica
10. **Odhodki v zvezi z revidiranjem** – stroški revidiranja letnih računovodskih izkazov
11. **Odhodki v zvezi z obveščanjem naložbenikov** – odhodki iz naslova javnih objav in neposrednega obveščanja naložbenikov
12. **Odhodki v zvezi s trgovanjem** – stroški posredovanja pri nakupih in prodajah vrednostnih papirjev ter drugih transakcijah z vrednostnimi papirji, ki zajemajo borzne stroške, stroške KDD in borznoposredniške stroške
13. **Odhodki za obresti** – obresti, vračunane ob nakupu obveznic
14. **Drugi finančni odhodki** – negativne tečajne razlike od vrednostnih papirjev, terjatev in obveznosti v tuji valuti ter od denarnih sredstev na deviznem računu
15. **Iztržene izgube pri naložbah** – negativne razlike med prodajno ceno prodanih naložb in njihovo nakupno ceno
16. **Neiztržene izgube pri naložbah** – zmanjšanja vrednosti naložb
17. **Odhodki iz naslova slabitve naložb** – zmanjšanje naložb, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev
18. **Drugi odhodki** – stroški plačilnega prometa in drugo (npr. drugi stroški KDD, odhodki iz naslova plačanih davkov, odhodki iz naslova notarskih storitev ipd.)
19. **Skupaj odhodki** (od 8 do 18)
20. **Čisti dobiček ali izguba** (7–19)
21. **Izenačenje prihodka za vplačane enote premoženja** – pri nakupu enote premoženja je v VEP poleg nominalne vrednosti enote premoženja zajet tudi sprotni dobiček sklada in ta del je potrebno obravnavati posebej
22. **Izenačenje prihodka za izplačilo odkupne vrednosti enote premoženja** – pri prodaji enote premoženja je v VEP poleg nominalne vrednosti premoženja zajet tudi sprotni dobiček sklada in ta del je reba obravnavati posebej
23. **Že razdeljeni del čistega dobička med obračunskim obdobjem** – v primeru, da vzajemni sklad izplača dobiček svojim naložbenikom že med letom in ne šele ob prodaji enote premoženja
24. **Druga izplačila imetnikom enot premoženja**

25. **Nerazdeljeni čisti dobiček ali izguba** ($20 + 21 - 22 - 23 \pm 24$)

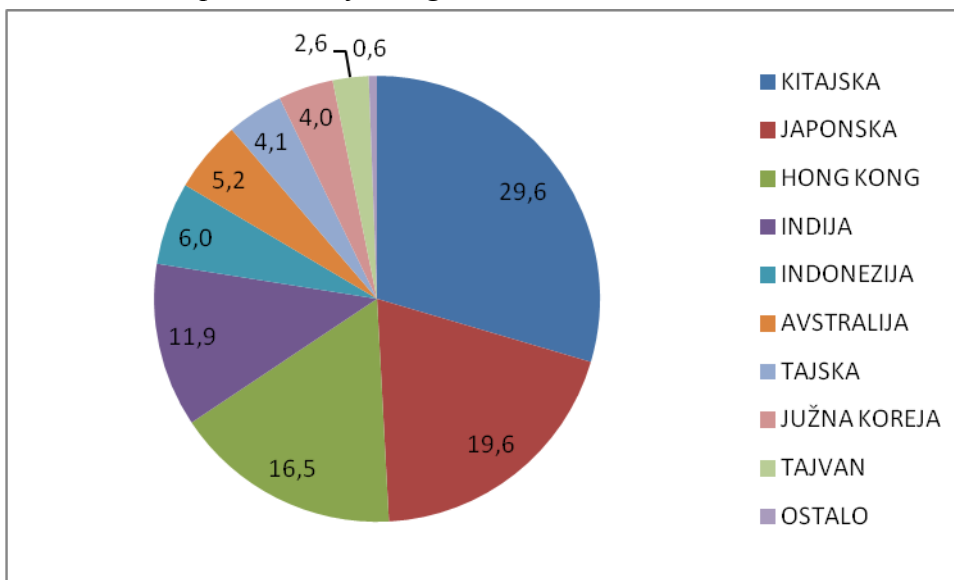
26. **Čisti dobiček ali izguba na enoto premoženja glede na število enot premoženja v obtoku na dan sestavitve bilance stanja** ($25 /$ število enot premoženja na zadnji obračunski dan).

PRILOGA 3: Shema izkaza denarnega toka vzajemnega sklada (SRS 38, 2006)

1. Prejemki od vplačil enot premoženja vzajemnega sklada
2. Izdatki za izplačilo odkupnih vrednosti enot premoženja vzajemnega sklada
3. Dobiček, izplačan med obračunskim obdobjem, ali druga izplačila imetnikom enot premoženja
4. Presežek prejemkov (izdatkov) pri širitvi poslovanja (1–2–3)
5. Prejemki pri prodaji naložb
6. Izdatki pri nakupu naložb
7. Prejemki od udenarjenih terjatev
8. Izdatki za plačilo obveznosti
9. Presežek prejemkov (izdatkov) pri upravljanju premoženja (5 – 6 + 7 – 8)
10. Presežek prejemkov (izdatkov) pri širitvi poslovanja in pri upravljanju premoženja (4 + 9)
11. Končno stanje denarnih sredstev vzajemnega sklada (12 + 13)
12. Presežek prejemkov (izdatkov) v obdobju (10)
13. Začetno stanje denarnih sredstev vzajemnega sklada.

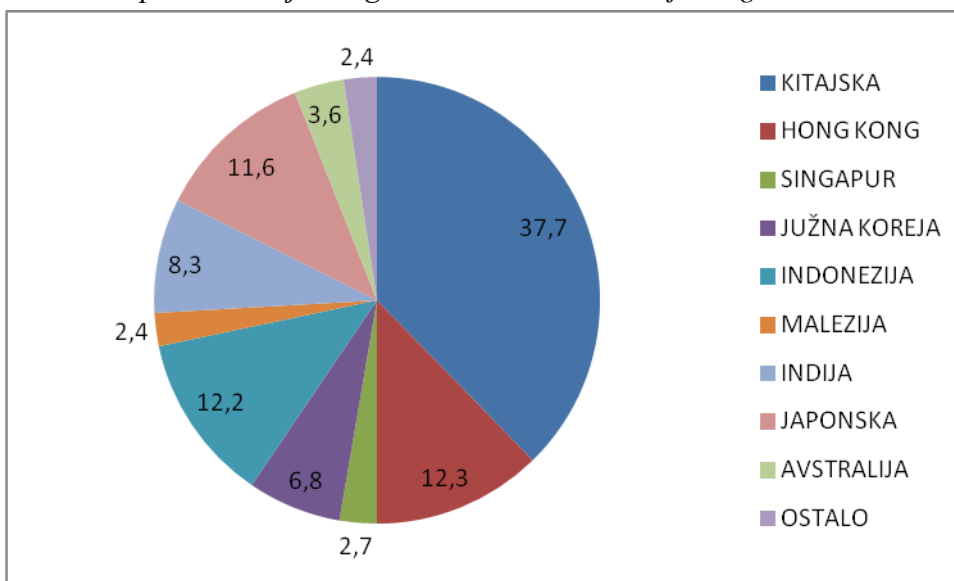
PRILOGA 4: Naložbena politika vzajemnih skladov po državah

Slika 1: Naložbena politika vzajemnega sklada MP-ASIA.SI na dan 30. 6. 2011 v %



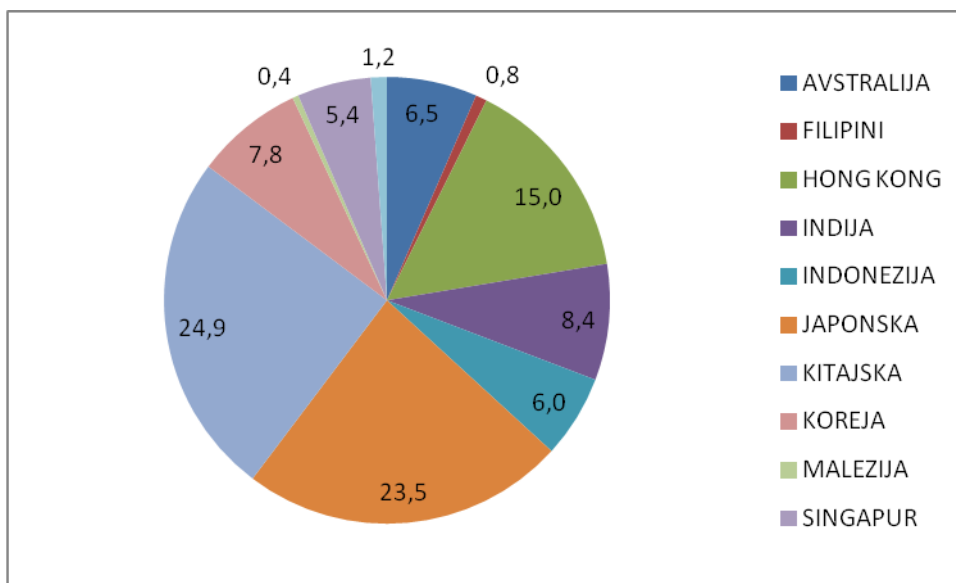
Vir: Vzajemci.com, 2011.

Slika 2: Naložbena politika vzajemnega sklada Publikum Azijski tigri na dan 30. 4. 2011 v %



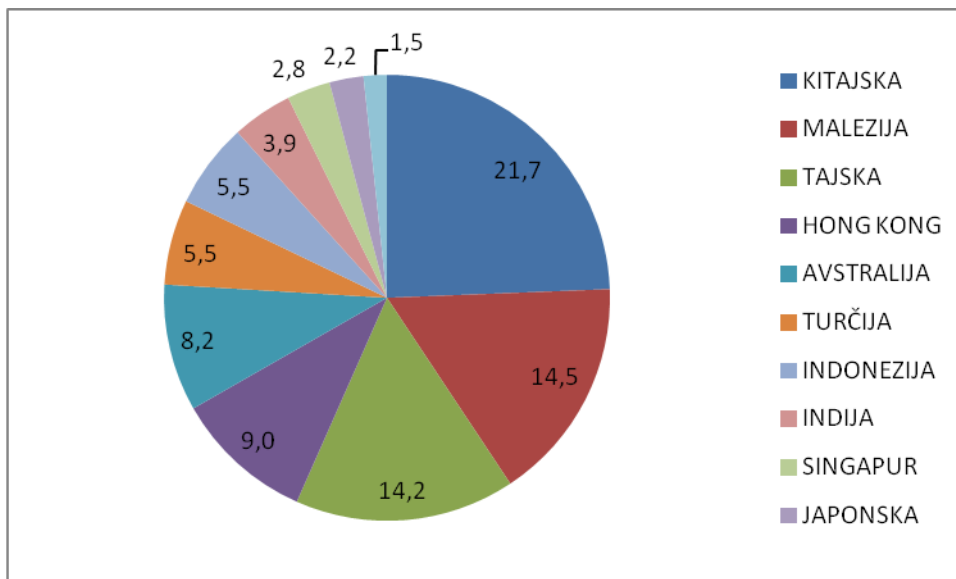
Vir: Vzajemci.com, 2011.

Slika 3: Naložbena politika vzajemnega sklada Abančna DZU delniški Azija na dan 31. 5. 2011 v %



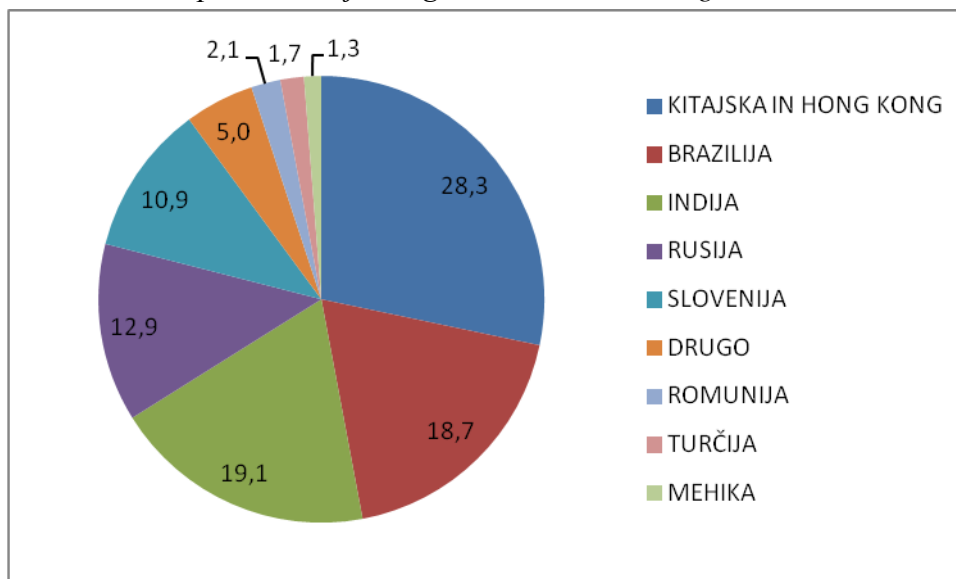
Vir: Vzajemci.com, 2011.

Slika 4: Naložbena politika vzajemnega sklada Ilirika Azija delniški na dan 31. 5. 2011 v %



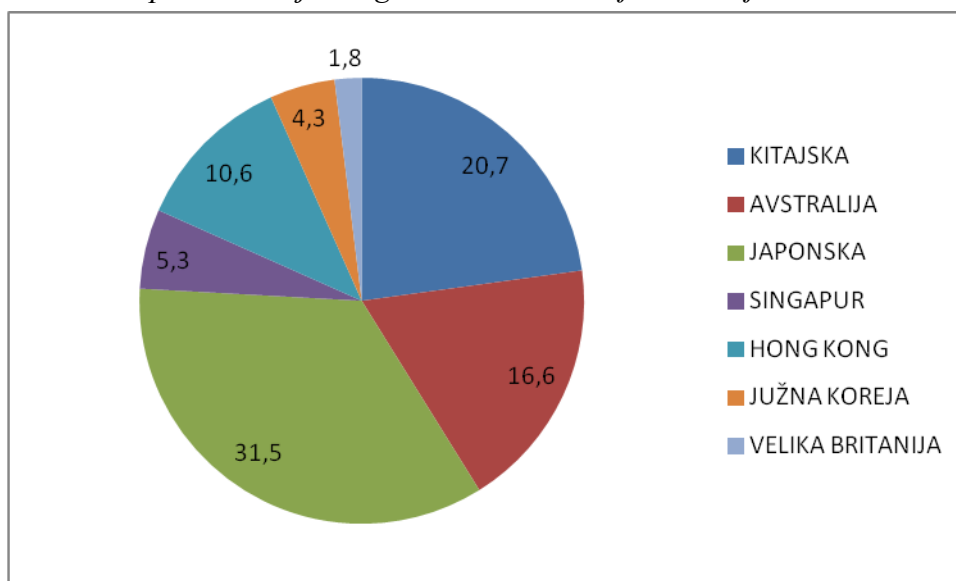
Vir: Vzajemci.com, 2011.

Slika 5: Naložbena politika vzajemnega sklada KD Novi trgi na dan 30. 6. 2011 v %



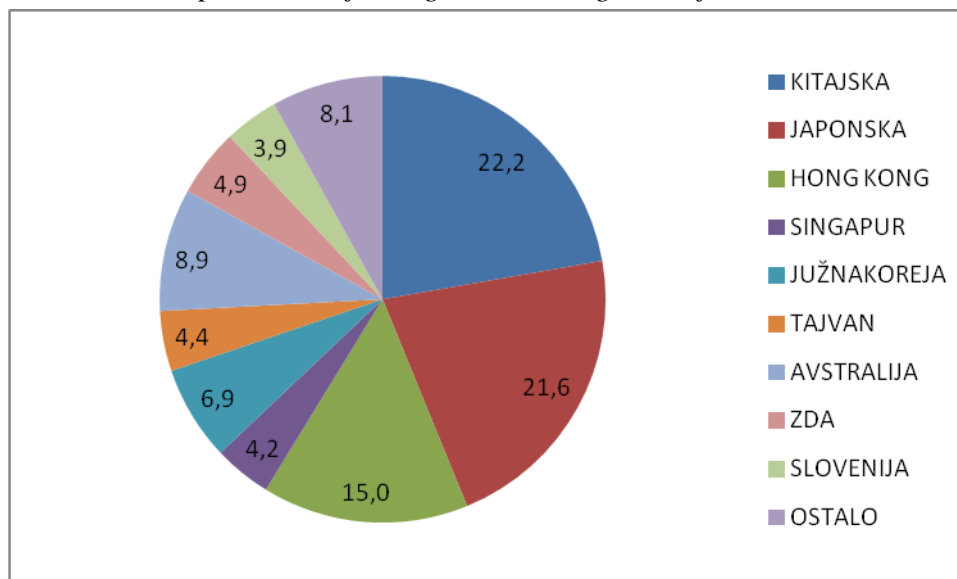
Vir: Vzajemci.com, 2011.

Slika 6: Naložbena politika vzajemnega sklada NFD Azija/Oceanija na dan 30. 6. 2011 v %



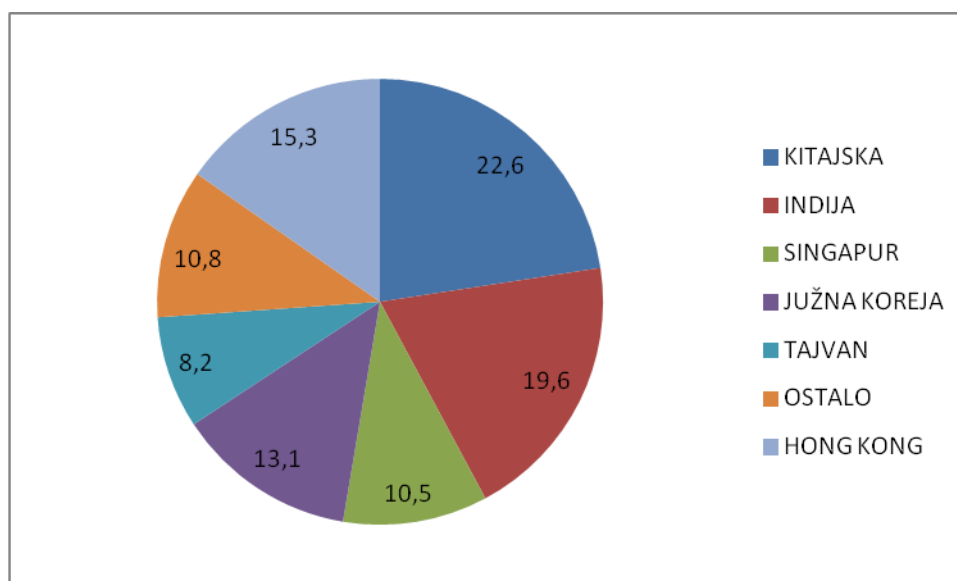
Vir: Vzajemci.com, 2011.

Slika 7: Naložbena politika vzajemnega sklada Triglav Azija na dan 31. 5. 2011 v %



Vir: Vzajemci.com, 2011.

Slika 8: Naložbena politika vzajemnega sklada NLB skladi – Azija delniški na dan 31. 5. 2011 v %



Vir: Vzajemci.com, 2011.

PRILOGA 5: Vrednosti enote premoženja (VEP) vzajemnih skladov

Tabela 1: VEP vzajemnega sklada MP-ASIA.SI

2008		2009		2010		2011	
31. 12. 2007	7,2905	30. 1. 2009	3,5913	29. 1. 2010	5,0586	31. 1. 2011	5,8398
31. 1. 2008	6,1775	27. 2. 2009	3,4660	26. 2. 2010	5,2069	28. 2. 2011	5,6675
29. 2. 2008	6,3222	31. 3. 2009	3,5411	31. 3. 2010	5,5385	31. 3. 2011	5,6428
31. 3. 2008	5,4004	30. 4. 2009	3,9323	30. 4. 2010	5,6687	29. 4. 2011	5,5954
30. 4. 2008	6,0568	29. 5. 2009	4,4956	31. 5. 2010	5,6571	31. 5. 2011	5,6905
30. 5. 2008	5,9053	30. 6. 2009	4,4527	30. 6. 2010	5,6945	30. 6. 2011	5,4775
30. 6. 2008	5,1324	31. 7. 2009	4,8510	30. 7. 2010	5,6221		
31. 7. 2008	5,1898	31. 8. 2009	4,6272	31. 8. 2010	5,6764		
29. 8. 2008	5,0061	30. 9. 2009	4,7826	30. 9. 2010	5,8391		
30. 9. 2008	4,2995	30. 10. 2009	4,7978	29. 10. 2010	5,9329		
30. 10. 2008	3,4839	30. 11. 2009	4,9555	30. 11. 2010	6,2523		
28. 11. 2008	3,5144	31. 12. 2009	5,2166	31. 12. 2010	6,1624		
31. 12. 2008	3,5117						

Vir: Vzajemci.com.

Tabela 2: VEP vzajemnega sklada Publikum Azijski tigri

2008		2009		2010		2011	
31. 12. 2007	1,4369	30. 1. 2009	0,8113	29. 1. 2010	1,0537	31. 1. 2011	1,1966
31. 1. 2008	1,2305	27. 2. 2009	0,7709	26. 2. 2010	1,0793	28. 2. 2011	1,1562
29. 2. 2008	1,2313	31. 3. 2009	0,7969	31. 3. 2010	1,1596	31. 3. 2011	1,1632
31. 3. 2008	1,1072	30. 4. 2009	0,8836	30. 4. 2010	1,1734	29. 4. 2011	1,1592
30. 4. 2008	1,1967	29. 5. 2009	0,9439	31. 5. 2010	1,1560	31. 5. 2011	1,1753
30. 5. 2008	1,1698	30. 6. 2009	0,9481	30. 6. 2010	1,1664	30. 6. 2011	1,1404
30. 6. 2008	1,0584	31. 7. 2009	1,0107	30. 7. 2010	1,1532		
31. 7. 2008	1,0379	26. 8. 2009	0,9876	31. 8. 2010	1,1585		
29. 8. 2008	1,0586	30. 9. 2009	1,0188	30. 9. 2010	1,1846		
30. 9. 2008	0,9099	30. 10. 2009	1,0037	29. 10. 2010	1,2031		
30. 10. 2008	0,7536	30. 11. 2009	1,0208	30. 11. 2010	1,2720		
28. 11. 2008	0,7847	31. 12. 2009	1,0878	31. 12. 2010	1,2611		
31. 12. 2008	0,7995						

Vir: Vzajemci.com.

Tabela 3: VEP vzajemnega sklada Abančna DZU delniški Azija

2008		2009		2010		2011	
31. 12. 2007	4,0813	30. 1. 2009	2,7638	29. 1. 2010	3,36	31. 1. 2011	3,70
31. 1. 2008	3,6731	27. 2. 2009	2,5265	26. 2. 2010	3,44	28. 2. 2011	3,63
29. 2. 2008	3,7074	31. 3. 2009	2,5797	31. 3. 2010	3,64	31. 3. 2011	3,64
31. 3. 2008	3,3771	30. 4. 2009	2,9068	30. 4. 2010	3,66	29. 4. 2011	3,55
30. 4. 2008	3,7056	29. 5. 2009	3,0161	31. 5. 2010	3,64	31. 5. 2011	3,63
30. 5. 2008	3,7543	30. 6. 2009	3,0800	30. 6. 2010	3,68	30. 6. 2011	3,56
30. 6. 2008	3,4683	31. 7. 2009	3,3500	30. 7. 2010	3,63		
31. 7. 2008	3,4094	31. 8. 2009	3,3000	31. 8. 2010	3,61		
29. 8. 2008	3,4595	30. 9. 2009	3,2900	30. 9. 2010	3,64		
30. 9. 2008	3,1263	30. 10. 2009	3,2200	29. 10. 2010	3,64		
30. 10. 2008	2,8288	30. 11. 2009	3,1900	30. 11. 2010	3,81		
28. 11. 2008	2,8073	31. 12. 2009	3,3600	31. 12. 2010	3,86		
31. 12. 2008	2,7486						

Vir: Vzajemci.com.

Tabela 4: VEP vzajemnega sklada Ilirika Azija delniški

2008		2009		2010		2011	
31. 12. 2007	7,7124	30. 1. 2009	3,8922	29. 1. 2010	5,5097	31. 1. 2011	6,3033
31. 1. 2008	6,7212	27. 2. 2009	3,6599	26. 2. 2010	5,7296	28. 2. 2011	6,3441
29. 2. 2008	6,7522	31. 3. 2009	3,9124	31. 3. 2010	5,9538	31. 3. 2011	6,3549
31. 3. 2008	6,0006	30. 4. 2009	4,5623	30. 4. 2010	6,1770	29. 4. 2011	6,3412
30. 4. 2008	6,5912	29. 5. 2009	4,9832	31. 5. 2010	6,2291	31. 5. 2011	6,3487
30. 5. 2008	6,4180	30. 6. 2009	4,9354	30. 6. 2010	6,4098	30. 6. 2011	6,2487
30. 6. 2008	5,5320	31. 7. 2009	5,3575	30. 7. 2010	6,2785		
31. 7. 2008	5,6875	31. 8. 2009	5,3026	31. 8. 2010	6,5340		
29. 8. 2008	5,5724	30. 9. 2009	5,2402	30. 9. 2010	6,6232		
30. 9. 2008	4,9022	30. 10. 2009	5,2406	29. 10. 2010	6,5762		
30. 10. 2008	3,9555	30. 11. 2009	5,3262	30. 11. 2010	6,7078		
28. 11. 2008	3,8822	31. 12. 2009	5,5456	31. 12. 2010	6,6382		
31. 12. 2008	3,9434						

Vir: Vzajemci.com.

Tabela 5: VEP vzajemnega sklada KD Novi trgi

2008		2009		2010		2011	
31. 12. 2007	5,97	30. 1. 2009	2,73	29. 1. 2010	4,73	31. 1. 2011	5,72
31. 1. 2008	5,22	27. 2. 2009	2,63	26. 2. 2010	5,01	28. 2. 2011	5,77
29. 2. 2008	5,41	31. 3. 2009	2,86	31. 3. 2010	5,41	31. 3. 2011	5,93
31. 3. 2008	4,87	30. 4. 2009	3,46	30. 4. 2010	5,45	29. 4. 2011	5,61
30. 4. 2008	5,60	29. 5. 2009	4,05	31. 5. 2010	5,39	31. 5. 2011	5,54
30. 5. 2008	5,68	30. 6. 2009	3,93	30. 6. 2010	5,33	30. 6. 2011	5,46
30. 6. 2008	4,99	31. 7. 2009	4,34	30. 7. 2010	5,50		
31. 7. 2008	4,85	26. 8. 2009	4,34	31. 8. 2010	5,46		
29. 8. 2008	4,74	30. 9. 2009	4,51	30. 9. 2010	5,63		
30. 9. 2008	3,95	30. 10. 2009	4,53	29. 10. 2010	5,70		
30. 10. 2008	3,05	30. 11. 2009	4,70	30. 11. 2010	5,93		
28. 11. 2008	2,81	31. 12. 2009	4,90	31. 12. 2010	5,90		
31. 12. 2008	2,74						

Vir: Vzajemci.com.

Tabela 6: VEP vzajemnega sklada NFD Azija/Oceanija

2008		2009		2010		2011	
31. 12. 2007	4,2911	30. 1. 2009	2,7726	29. 1. 2010	3,68	31. 1. 2011	4,36
31. 1. 2008	3,8978	27. 2. 2009	2,5832	26. 2. 2010	3,79	28. 2. 2011	4,34
29. 2. 2008	3,9386	31. 3. 2009	2,6712	31. 3. 2010	4,02	31. 3. 2011	4,21
31. 3. 2008	3,5982	30. 4. 2009	2,9955	30. 4. 2010	4,15	29. 4. 2011	4,09
30. 4. 2008	3,9924	29. 5. 2009	3,1115	31. 5. 2010	4,03	31. 5. 2011	4,17
30. 5. 2008	4,0698	30. 6. 2009	3,2500	30. 6. 2010	4,04	30. 6. 2011	4,08
30. 6. 2008	3,6924	31. 7. 2009	3,5300	30. 7. 2010	4,04		
31. 7. 2008	3,5457	27. 8. 2009	3,5500	31. 8. 2010	4,02		
29. 8. 2008	3,5188	30. 9. 2009	3,5700	30. 9. 2010	4,06		
30. 9. 2008	3,2005	30. 10. 2009	3,5400	29. 10. 2010	4,14		
30. 10. 2008	2,9555	30. 11. 2009	3,5500	30. 11. 2010	4,41		
28. 11. 2008	2,8080	31. 12. 2009	3,7500	31. 12. 2010	4,52		
31. 12. 2008	2,7789						

Vir: Vzajemci.com.

Tabela 7: VEP vzajemnega sklada Triglav Azija delniški

2008		2009		2010		2011	
31. 12. 2007	5,25	30. 1. 2009	2,69	29. 1. 2010	3,37	31. 1. 2011	3,91
31. 1. 2008	4,32	27. 2. 2009	2,54	26. 2. 2010	3,50	28. 2. 2011	3,88
29. 2. 2008	4,53	31. 3. 2009	2,60	31. 3. 2010	3,73	31. 3. 2011	3,79
31. 3. 2008	3,86	30. 4. 2009	2,87	30. 4. 2010	3,76	29. 4. 2011	3,69
30. 4. 2008	4,29	29. 5. 2009	3,00	31. 5. 2010	3,74	31. 5. 2011	3,74
30. 5. 2008	4,33	30. 6. 2009	3,05	30. 6. 2010	3,75	30. 6. 2011	3,66
30. 6. 2008	3,85	31. 7. 2009	3,32	30. 7. 2010	3,73		
31. 7. 2008	3,71	26. 8. 2009	3,25	31. 8. 2010	3,72		
29. 8. 2008	3,67	30. 9. 2009	3,26	30. 9. 2010	3,77		
30. 9. 2008	3,18	30. 10. 2009	3,24	29. 10. 2010	3,81		
30. 10. 2008	2,70	30. 11. 2009	3,25	30. 11. 2010	4,02		
28. 11. 2008	2,67	31. 12. 2009	3,43	31. 12. 2010	4,06		
31. 12. 2008	2,61						

Vir: Vzajemci.com.

Tabela 8: VEP vzajemnega sklada NLB skladi – Azija delniški

2008	2009		2010		2011	
			29. 1. 2010	9,94	31. 1. 2011	11,56
			26. 2. 2010	10,25	28. 2. 2011	11,20
			31. 3. 2010	10,96	31. 3. 2011	11,38
			30. 4. 2010	11,21	29. 4. 2011	11,07
			31. 5. 2010	11,15	31. 5. 2011	11,11
			30. 6. 2010	11,24	30. 6. 2011	10,82
			30. 7. 2010	11,08		
			31. 8. 2010	11,07		
			30. 9. 2010	11,33		
		ustanovitev 22. 10.	29. 10. 2010	11,55		
		30. 11. 2009	9,72	30. 11. 2010	11,92	
		31. 12. 2009	10,28	31. 12. 2010	12,15	

Vir: Vzajemci.com.