UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

USPEŠNOST DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV SLOVENSKIH UPRAVLJALCEV, KI VLAGAJO NA BALKAN

Ljubljana, avgust 2008 **TJAŠA ZUPANČIČ**

IZJAVA

Študent/ka Tjaša Zupančič izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom dr. Marka Košaka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 14.08.2008 Podpis: _____

KAZALO

UVOD **1**

2. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV **2**

3. VZAJEMNI SKLADI **3**

3.1 KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV 5
3.1.1 Delniški skladi *5*
3.1.2 Obvezniški vzajemni skladi *6*
3.1.3 Hibridni skladi *7*
3.1.4 Skladi denarnega trga *7*
3.1.5 Panožno in geografsko usmerjeni skladi *7*
3.1.5.1 Panožno usmerjeni vzajemni skladi 7
3.1.5.2 Geografsko usmerjeni vzajemni skladi 7

4. USPEŠNOST DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV **8**

4.1 VREDNOST ENOTE PREMOŽENJA 8
4.2 USPEŠNOST VZAJEMNIH SKLADOV IN OCENE SKLADOV 9
4.2.1 Komponente uspešnosti *9*
4.2.2 Ocene skladov *10*
4.2.2.1 S&P in Moody´s 10
4.2.2.2 Podeljevanje zvezdic 10
4.3 DONOSNOST IN TVEGANJE 11
4.3.1 Donos in donosnost *11*
4.3.2 Tveganje *12*
4.4 CAPM MODEL 14
4.5 PREDSTAVITEV MER USPEŠNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV 15
4.5.1 Sharpeov koeficient *15*
4.5.2 Treynorjev koeficient *15*
4.5.3 Jensenovo merilo *16*
4.5.4 Kazalnik Sortino *16*
4.5.4.1 Največji nihaj navzdol 17
4.5.5 Primerjalni indeks *17*
4.7 ANALIZA MER USPEŠNOSTI 18
4.7.1 Analiza uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov iz povprečnih mesečnih donosnosti za celotno proučevano obdobje *18*
4.7.2 Analiza uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov iz povprečnih mesečnih donosnosti za vsako leto posebej *20*
4.7.3 Primerjava uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov *22*

SKLEP **23**

LITERATURA IN VIRI **24**

Kazalo slik

Slika 1: Delitev investicijskih skladov v Sloveniji 2
Slika 2: VEP (v mrd. EUR) v različnih tipih vzajemnih skladov 9
Slika 3: Razmerje med tveganjem in donosom 11
Slika 4: Komponenti tveganja posamezne naložbe 13

Kazalo tabel

Tabela 1: Prikaz nominalne (NR) in realne donosnosti (RR) v % 12
Tabela 2: Merila uspešnosti vzajemnih skladov za celotno proučevano obdobje (mesečna donosnost) 19
Tabela 3: Merila uspešnosti vzajemnih skladov za vsako leto posebej 20

UVOD

V zadnjem času je vse bolj pomembno, da nekaj privarčujemo. Poleg klasičnega varčevanja v bankah obstajajo tudi različne, bolj donosne alternative in ena od njih so investicijski skladi. V diplomski nalogi se bom osredotočila na vzajemne sklade, ki omogočajo dolgoročne naložbe in varčevanje obenem. Tako v Sloveniji kot tudi v tujini so vzajemni skladi čedalje bolj razširjena oblika varčevanja v vrednostnih papirjih. Pri nas se vlagatelji najraje odločajo za delniške vzajemne sklade, katerih je tudi največ. Razlog je lahko v tem, da si vsak posameznik želi čim višji donos, vendar mora biti ob tem pripravljen sprejeti tudi višjo stopnjo tveganja.

Namen diplomske naloge je na splošno predstaviti investicijske sklade, znotraj investicijskih pa vzajemne sklade. Poudarek bo na proučevanju uspešnosti delniških vzajemnih skladov slovenskih upravljalcev, ki vlagajo na Balkan.

Cilj diplomske naloge je izmeriti in analizirati mere uspešnosti delniških vzajemnih skladov in prikazati najdonosnejši sklad, ki vlaga na Balkan. Prav tako je cilj narediti primerjavo med skladi glede na mere uspešnosti in ugotoviti, kateri sklad je bil uspešnejši oziroma najuspešnejši. Dokazati želim, da je najbolj relevanten rezultat izračuna tisti, ki vključuje daljše časovno obdobje v celoti in ne po posameznih letih.

Metodologija dela bo temeljila na splošni ekonomski teoriji s področja, ki ga zajema diplomsko delo. Uporabila bom strokovno domačo in tujo literaturo, članke, spletne strani ter nekatera interna gradiva slovenskih družb za upravljanje. V prvem delu bom uporabila metodo opisovanja tipov vzajemnih skladov in njihovo uspešnost, v drugem, empiričnem delu pa bom izračunala mere uspešnosti in tabelno razporedila rezultate za tri vrste analiz, in sicer za povprečne mesečne in povprečne letne donosnosti za celotno obdobje ter povprečne mesečne donosnosti za vsako leto posebej.

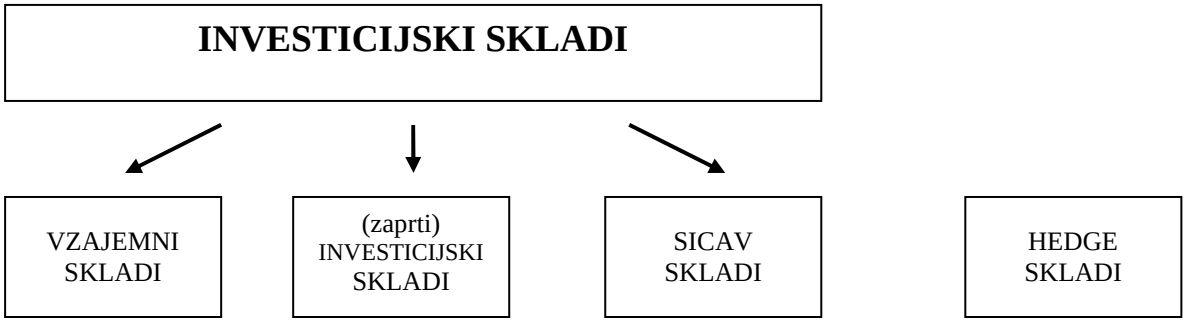
V prvem delu diplomske naloge bom opredelila investicijske sklade, vrste in tipe ter njihovo vlogo. Nato bo sledilo poglavje o vzajemnih skladih, kjer bodo predstavljeni delniški, obvezniški, hibridni ter skladi denarnega trga. Vlaganje v različne vrednostne papirje prinese različne donose in ker se profili vlagateljev med seboj razlikujejo, si ti izberejo sklad, ki je najbližje njihovim potrebam in željam.

Bistveni del diplomske naloge bo v četrtem poglavju, kjer bo prikazana uspešnost delniških vzajemnih skladov. Predstavljene bodo komponente uspešnosti in ocene skladov, ki jih uporabljajo ratinške agencije. Uspešen sklad je tisti, ki dosega visoko donosnost ob čim manjšem tveganju, kar lahko dokažemo z različnimi kazalniki. Po predstavitvi le-teh bo sledila analiza mer uspešnosti delniških vzajemnih skladov in sklep.

2. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijski skladi so posebne finančne institucije, ki so se razvile s ciljem doseganja učinkovitega in uspešnega upravljanja. Skladi zbirajo denarna sredstva investitorjev in ta sredstva investirajo v različne vrste, ki sestavljajo portfelj investicijskega sklada. Investitorju se z nakupom vrednostnega papirja omogoči večja razpršenost portfelja ter s tem manjše tveganje, nižje transakcijske stroške, prav tako pa se mu omogoči večja diverzifikacija in raznovrstnost naložb (Žnidaršič Krajnc, 1999, str. 17).

***Slika 1**: Delitev investicijskih skladov v Sloveniji*



***Vir:** Lubej, Vzajemni skladi za vsakogar, 2005, str. 30.*

Lubej (2005, str. 30) je v podvrsto investicijskih skladov uvrstil vzajemne sklade, zaprte investicijske sklade ter SICAV sklade. Čeprav tudi Hedge skladi spadajo med investicijske sklade, jih ni uvrstil v to razdelitev zaradi tega, ker so ti skladi v Sloveniji nelegalni, vendar se jih kljub temu skuša agresivno tržiti.

Najstarejši med vsemi oblikami skladov so **zaprti investicijski skladi** (angl[1]. *Closed-end investment funds*), kar pomeni, da se ob nastanku izda točno določeno (fiksno) število delnic, ki jih prejmejo vlagatelji v zameno za vložena sredstva (Lubej, 2005, str. 30). Cena delnic se oblikuje na sekundarnem trgu glede na tržno ponudbo in povpraševanje, zato se lahko tečaji delnic gibljejo tudi pod neto vrednostjo aktive. V to skupino sodijo PID-i[2], ki so najbolj znana oblika zaprtih investicijskih skladov, vendar danes predstavljajo ti skladi le majhen delež celotnih sredstev.

Pri **odprtih investicijskih skladih** (angl. *Open-end investment funds*) lahko investitor vstopa ali izstopa iz vzajemnega sklada takrat, kadar si sam želi in s tem spremeni obseg kapitala. Enoto vzajemnega sklada lahko kupi ali proda po vsakokratni dnevni vrednosti enote (Lubej, 2005, str. 30-31). Pri odprtih investicijskih skladih torej število delnic in število deležev oziroma enot vseskozi niha. Izraz za odprt investicijski sklad je tudi vzajemni sklad. Več o vzajemnih skladih bo sledilo v nadaljevanju.

[1] Angl. je okrajšava za angleški izraz/prevod. Okrajšava se bo pojavljala skozi celotno diplomsko nalogo.
[2] PID-i; pooblaščene investicijske družbe, ki so nastale v okviru privatizacijskega procesa slovenskih podjetij.

Razlog, zakaj so odprti investicijski skladi bolj priljubljeni kot pa zaprti, je podala Žnidaršič Krajnc (1999, str. 25): »Razlog za to je v dejstvu, da imajo odprti skladi garancijo za večjo likvidnost, med njimi pa je tudi večja izbira, bolj pa so tudi prilagojeni potrebam investitorjev«.

SICAV skladi (fran. *Société d'Investissement À Capital Variable*) so investicijske družbe odprtega tipa s spremenljivim delniškim kapitalom in so med najbolj razširjenimi v Evropi. Najpogosteje se uporablja struktura krovnega sklada z več različnimi, ločeno upravljanimi podskladi. Bistveno je, da je ta sklad pravna oseba in da vlagatelj z vplačanimi sredstvi pridobiva delnice sklada in ne investicijskih enot premoženja.

Hedge skladi (angl. *Hedge funds*) niso omejeni samo na investicije v delnice in obveznice, temveč se lahko investira tudi v izvedene finančne instrumente (različne vrste opcij, terminskih pogodb) in prodajo na kratko (Jesenek, 2003, str. 87). Sam izraz »hedge« je angleški in pomeni »nekaj zavarovati« oziroma »zavarovanje premoženja pred izgubo vrednosti«. Vendar s tem ne mislimo na zavarovanje pred tveganjem ali izgubo kapitala (3PLUS, 2008). V hedge sklade so lahko investirali le tisti, ki so imeli več kot 1 milijon $ likvidnega premoženja, vendar se je meja investicij v zadnjih letih spustila. Likvidnost je nizka, kajti večina skladov ne omogoča kratkoročnega dostopa do investiranega kapitala. Obdobje lahko traja od enega meseca pa do nekaj let. Skladi omogočajo investitorjem dostop do specifičnih strategij investiranja, kot tudi dostop na manj razvite trge. Upravljalcem pa so dovoljene tako dolge kot kratke pozicije, saj gre za tehniko prodaje papirjev brez kritja oziroma tehniko finančnega vzvoda. Slabost se pojavi pri regulaciji panoge zaradi slabega institucionalnega nadzora, ki ne nudi dovolj velike zaščite pred izgubo premoženja. Po drugi strani pa se od institucij in premožnih posameznikov pričakuje, da so sami sposobni oceniti in prevzeti tveganje. To vse povečuje tveganje in na drugi strani tudi donosnost. Uspešnost hedge skladov ni nikjer točno zapisana, vendar nekateri skladi poslujejo zelo dobro, še več pa je takšnih, ki ne dosežejo zastavljenih ciljev (Madura, 2003, str. 673-674).

3. VZAJEMNI SKLADI

Vzajemni skladi (tudi VS) so odprti investicijski skladi, kjer je združeno premoženje večjega števila vlagateljev, ki ga upravljajo naložbeni strokovnjaki družbe za upravljanje (v nadaljevanju DZU). Te družbe skrbijo, da so postopki poslovanja ustrezni in ustrezno izvajani. Vzajemni skladi služijo kot finančni posredniki, kjer mali vlagatelji oziroma investitorji dajo določen znesek svojih sredstev posrednikom, in ti oskrbujejo finančne potrebe držav in podjetij na primarnih trgih. Na sekundarnih trgih pa se trguje (Madura, 2003, str. 650). Premoženje vlagateljev, tako fizičnih kot pravnih oseb, je razdeljeno na enake dele in je v lasti teh oseb. Sredstva vzajemnega sklada se zbirajo z javno prodajo izdanih

investicijskih kuponov, imenujemo jih lahko tudi vrednost enote premoženja (VEP[3]) ali točke (Lubej, 2005, str. 24).

Upravljalci sklada od vlagateljev, ki so kupili točke vzajemnega sklada, zberejo sredstva in nato ta sredstva investirajo v okviru naložbene politike posameznega sklada. Investitorji imajo zagotovljeno razpršenost naložb, upravljalci pa se morajo držati politike, ki je zapisana oziroma določena v prospektu. To je dokument, ki vsebuje vse zakonsko predpisane elemente oziroma lastnosti vzajemnega sklada. Informacije, ki se nahajajo v prospektu, so naslednje (Madura, 2003, str. 652):

- minimalni znesek investicije oziroma vplačila;
- investicijske naloge oziroma cilji vzajemnega sklada;
- donosnost sklada zadnje leto, zadnjih treh in petih let;
- izpostavljenost tveganju sklada;
- storitve, ki so ponujene pri vzajemnih skladih, na primer kontrola pisanja, možnost prenašanja denarja preko telefona …;
- stroški vzajemnega sklada, ki jih morajo poravnati investitorji (na primer stroški menedžmenta oziroma upravljalcev …).

V Sloveniji za nadzor skrbi **Agencija za trg vrednostnih papirjev** (v nadaljevanju ATVP), ki je bila kot neodvisna organizacija ustanovljena z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (2006). Agencija opravlja nadzor nad udeleženci trga vrednostnih papirjev ter izvršuje druge naloge in pristojnosti, določene z zakoni. Naloge in pristojnosti izvršuje z namenom, da zagotovi možnost za učinkovito delovanje trga finančnih instrumentov oziroma trga vrednostnih papirjev in pridobi zaupanje vlagateljev (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2008).

Pravila upravljanja vzajemnega sklada so določena z **Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje** (ZISDU-1, 2005), v katerih so določeni pogoji za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje. DZU je gospodarska družba, ki je pridobila dovoljenje za upravljanje investicijskih skladov. Prav tako skrbi za ustrezno izvajanje pravic vlagateljev in za ustreznost postopkov poslovanja. Nadalje lahko opravlja storitev upravljanja premoženja dobro poučenih vlagateljev, vendar pa more za vsak sklad od ATVP pridobiti dovoljenje na podlagi predloženega prospekta (Košak & Deželan & Berk, 2007, str. 106). Sklep oziroma členi o podrobnejši vsebini prospekta in izvlečka prospekta vzajemnega sklada, prospekta krovnega sklada in izvlečka prospekta podsklada krovnega sklada, se nahajajo v Uradnem listu RS (2008).

[3] VEP je okrajšava za vrednost enote premoženja. Več na strani 8.

3.1 Klasifikacija vzajemnih skladov

Investitorji imajo različne želje in potrebe, zato se je razvila vrsta različnih vzajemnih skladov, ki se želijo in poskušajo temu »idealu vlagateljev« čim bolj približati. Profili vlagateljev se torej razlikujejo; od tistih, ki so pripravljeni več tvegati in temu naj bi sledil tudi višji donos, do tistih, ki imajo rajši večjo varnost in posledično nižji donos.

Delitev skladov glede na sestavo naložb lahko razdelimo v štiri skupine (Jesenek, 2003, str. 78):

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

3.1.1 Delniški skladi

Zbrana sredstva investitorjev se pretežno razporejajo v delnice oziroma lastniške vrednostne papirje, preostali del pa predstavlja gotovino na računu in izvedene finančne instrumente kot na primer opcije in terminske pogodbe (Jesenek, 2003, str. 78). V Sloveniji je delež delnic v delniškem skladu okoli 70 odstotkov (Vzajemci, 2008). Pričakovana nihanja vrednosti so pri takšnem skladu zelo velika (tako navzgor kot navzdol), zato je tveganje v primerjavi z drugimi vrstami skladov najvišje. Nagrada temu tveganju pa so pričakovane višje stopnje donosa.

Obstajajo različne opredelitve podkategorij delniških skladov; od delitve glede na naložbeni cilj do splošnih delniških skladov in orientiranih skladov. V nadaljevanju bom predstavila delitev delniških vzajemnih skladov po Maduri (2003, str. 657-660):

- skladi rasti (angl. *growth funds*) vlagajo v delnice, kjer je cilj skladov dolgoročno zvišati vrednost kapitala. Ti skladi vlagajo v delnice podjetij, kjer se pričakuje, da se bodo podjetja hitro razvila (Woodart, 2008). Splošno gledano so skladi rasti bolj volatilni kot drugi skladi. Na trgih, kjer je trend dviganja tečaja (angl. *bull market*), se skladi nagibajo k višji rasti kot drugi skladi, vendar pa na trgih, kjer se vrednost papirjev na borzi zniža (angl. *bear market*), lahko pade donos bistveno nižje kot pri drugih skladih (Investorguide, 27. 6. 2008);
- skladi kapitalske rasti (angl. *capital appreciation funds*) so prav tako poznani kot agresivni skladi rasti (Madura, 2003, str. 657). Z njimi poskušamo pridobiti čim večjo rast vrednosti kapitala, zato se pretežno vlaga v hitro rastoča podjetja. Gre za visoko tvegane investicije, zato mora biti vlagatelj pripravljen na padec oziroma kapitalsko izgubo, v upanju, da se situacija čim prej obrne;
- skladi rasti in dohodka (angl. *growth and income funds*) vsebujejo kombinacijo dolgoročne rasti kapitala in redne donose. Skladi zagotavljajo dohodek iz dividend in obresti;

- mednarodni in globalni skladi (angl. *international and global funds*) skušajo znižati tveganje, zato investirajo v podjetja po vsem svetu. S tem želijo zmanjšati odvisnost portfelja od ekonomskih razmer posamezne države. Te se razlikujejo po stroških, časovnih razlikah, različnih valutah, finančnih omejitvah, gospodarskih in političnih dogodkih (Jesenek, 2003, str. 79-80);
- internetni skladi (angl. *internet funds*) vlagajo v podjetja, ki se ukvarjajo z internetom. Rast delnic teh podjetij je bila visoka v poznih devetdesetih letih, sedaj pa se znižuje;
- specialni vzajemni skladi (angl. *specialty funds*) vlagajo v podjetja, ki imajo podobne lastnosti. To so na primer energetska podjetja, banke, visoka tehnologija, podjetja prevzemne tarče … (Košak, Deželan & Berk, 2007, str. 123). Tveganje specialnih skladov je odvisno od podskupine in njenih značilnosti;
- indeksni vzajemni skladi (angl. *index funds*) se želijo čim bolj približati določenemu borznemu indeksu (na primer: S&P, Nasdaq, Dax …). »Cilj takšnega sklada ni izboljšati rezultate primerljivega indeksa, temveč se mu najbolj približati,« je zapisala Jesenek (2003, str. 81). Upravljalski stroški so bistveno nižji kot pri drugih skladih, kajti upravljalec želi samo posnemati indeks;
- skladi vzajemnih skladov (angl. *multifund funds*) vlagajo v investicijske kupone drugih vzajemnih skladov, lahko pa tudi v delnice investicijskih družb in s tem omogočijo večjo razpršenost naložb.

3.1.2 Obvezniški vzajemni skladi

Večji del naložbene politike obvezniških (tudi dolžniških) skladov je vlaganje v dolžniške vrednostne papirje bodisi v državo, podjetja ali druge inštitucije. Drugi, manjši del pa predstavlja gotovinska sredstva in izvedene finančne instrumente. Donosi so odvisni predvsem od gibanja obrestnih mer, nezmožnost plačila posameznega izdajatelja in pravice posameznih izdajateljev do predčasnega dolga (Jesenek, 2003, str. 78-83). Ti skladi predstavljajo alternativo dolgoročnemu varčevanju v banki, kjer si vlagatelji želijo predvsem varnosti. Zato velja pri obvezniških skladih, da je na prvem mestu varnost oziroma manjše tveganje, temu pa sledi manjša donosnost. Skladi v Sloveniji vsebujejo več kot 70 odstotkov obveznic.

Delitev obvezniških skladov (Košak, Deželan & Berk, 2007, str. 125-128; Madura, 2003, str. 660-662):

- skladi dohodka (angl. *income funds*), kjer se zagotavljajo periodična izplačila kuponskih obresti;
- skladi neobdavčljivih obveznic (angl. *tax-free funds*) vlagajo v občinske obveznice;
- obvezniški skladi z nižjo boniteto (angl. *high-yield (junk) bond funds*);
- mednarodni in globalni obvezniški skladi (angl. *international in global bond funds*) so izpostavljeni kreditnemu in obrestnemu tveganju ter spremembam deviznega tečaja;
- delitve po dospelosti (angl. *maturity classifications*). Skladi se delijo na srednjeročno in dolgoročno dospelost;

- razporeditev premoženja sklada (angl. *asset allocation funds*) vsebuje raznolikost investicij, na primer v delnice, obveznice ali vrednostne papirje denarnega trga. Ti skladi niso ustvarjeni kot investicijska sredstva z nizkim tveganjem (Bodie, Kane & Marcus, 1999).

3.1.3 Hibridni skladi

Hibridne sklade imenujemo tudi mešani ali kombinirani skladi, ki vlagajo tako v delnice kot v obveznice in druge dolžniške naložbe. V prospektu je točno opredeljeno, v katero smer se nagiba investicija. Razmerje med vrstami naložb je lahko torej fiksno določeno, lahko pa se spreminja. Vložek lahko razporedimo tudi enakomerno - uravnoteženi vzajemni skladi, kjer približno polovico investiramo v obveznice in polovico v delnice (Lubej, 2005, str. 69).

3.1.4 Skladi denarnega trga

Sklad, katerega pretežni del sredstev je naloženih v instrumente denarnega trga. To so predvsem blagajniški zapisi in državne zakladne menice. Sredstva pa se lahko naložijo tudi v obliki bančnih depozitov (Lubej, 2005, str. 71). Namenjeni so krajšim naložbam, saj je rok dospelosti do enega leta. Temu sledijo tudi nizki donosi, vendar pa naj bi bili višji od obresti na depozite pri komercialnih bankah (Jesenek, 2003, str. 78).

3.1.5 Panožno in geografsko usmerjeni skladi

3.1.5.1 Panožno usmerjeni vzajemni skladi

Panožni skladi so specializirani v točno določeno panogo oziroma sektor. V kateri sektor vzajemni sklad investira, pa mora biti opredeljeno v prospektu sklada (Lubej, 2005, str. 76). V zadnjem času se vse več vlaga v hrano, farmacijo, tehnološka podjetja (visoka tehnologija), finance … Panožni skladi so manj primerni za male vlagatelje z manjšim portfeljem, kajti prisotno je panožno tveganje. Iz tega sledi, da lahko določena panoga zaostane v rasti in razvoju.

V letu 2007 se je največ vlagalo v informacijsko tehnologijo, ki je bila nekakšno pribežališče pred finančno krizo. Pri tehnoloških delnicah je značilnost ta, da je dobičkonosnost visoka ter zadolženost nizka, kajti tehnološke družbe zaradi cikličnosti okolja, v katerem delujejo, nimajo veliko dolga in so zato manj občutljive na finančne krize. Tudi v prihodnje se informacijski tehnologiji obetajo dobri časi. Dolgoročno gledano se bo poleg tehnologije izplačalo vlagati v agrarno genetiko, agroindustrijo, naftni sektor, jedrsko energijo in brezžične storitve (Ograjšek, 2007).

3.1.5.2 Geografsko usmerjeni vzajemni skladi

Vzajemni skladi lahko vlagajo tudi geografsko, kar pomeni, da se opredelijo na določeno državo (na primer Slovenija …), regijo (na primer vzhodnoevropske države …), celino (na primer Azija …) ali pa celo vlagajo globalno, kjer se pokriva celoten svet. Prav tako kot pri

panožnem skladu, je tudi tukaj prisotno tveganje, ki se odraža v visokem nihanju vrednostnih točk ter pričakovani višji donosnosti.

Vse bolj aktualno in donosno je vlaganje v razvijajoče se trge, tako imenovane trge v razvoju. Najvišja donosnost se pripisuje državam, kot so Brazilija, Rusija, Indija, Kitajska, ter prav tako državam na Balkanu. Rusiji se napoveduje najhitrejša rast, saj se na veliko podpira višji in hitro rastoči življenjski standard in stabilnost. Gibanje na balkanskih trgih pa bo precej odvisno od nove vladajoče koalicije v Srbiji. Če se bo v Srbiji oblikovala demokratska vlada, potem se lahko pričakuje veliko neposrednih in portfeljskih naložb, kar bo zvišalo tečaje na srbski borzi in nato še drugje po Balkanu (Smrekar, 2008).

4. USPEŠNOST DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV

Pretekla donosnost je eden ključnih dejavnikov, zakaj se odločimo za določen vzajemni sklad. V svetu obstaja vrsto analitikov in upravljalcev, ki se ukvarjajo z analizami donosnosti in jo prikazujejo na različne načine. Lahko je v obliki grafa gibanja vrednosti enote premoženja ali grafa, ki prikazuje doseženo donosnost v zadnjih koledarskih letih ali pa v obliki tabele, ki prikazuje povprečne letne donosnosti.

.

4.1 Vrednost enote premoženja

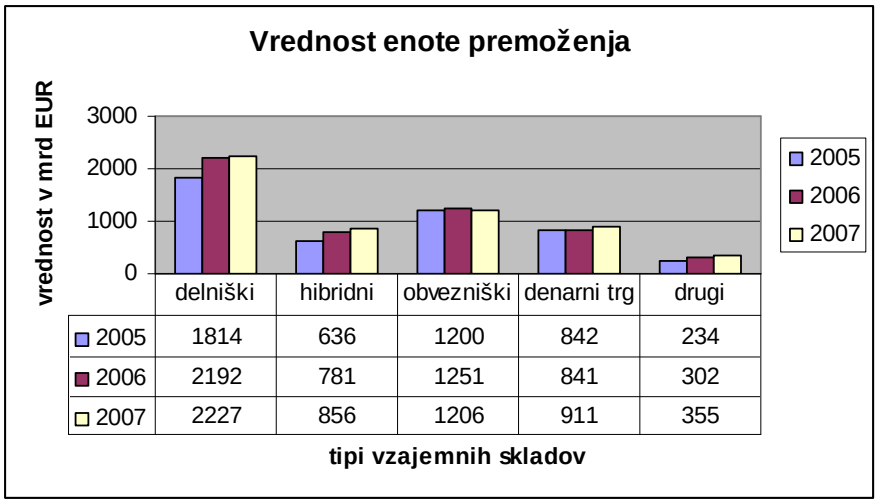
Uspešnost sklada prikazuje gibanje vrednosti enote premoženja (v nadaljevanju VEP) v daljšem časovnem obdobju in se spreminja v odvisnosti od spremembe tečajev vrednostnih papirjev, ki so v portfelju določenega sklada.

Vrednost enote premoženja se izračunava dnevno in objavlja v virih javnega obveščanja (spletne strani, televizija, časopis …). To pripomore k temu, da lastnik v vsakem trenutku ve, koliko je vredno njegovo premoženje, ki ga je vložil v določen sklad. Prav tako ima pravico in možnost kadar koli izstopiti iz vzajemnega sklada oziroma prodati svoje enote premoženja.

VEP na obračunski dan se izračuna tako, da od sredstev vzajemnega sklada na obračunski dan odštejemo obveznosti vzajemnega sklada na obračunski dan ter delimo s številom enot v obtoku vzajemnega sklada predhodnega obračunskega dne. Metodologija izračuna VEP vzajemnega sklada se nahaja v Uradnem listu RS (2006).

Slika na naslednji strani prikazuje VEP (v mrd. EUR) različnih tipov vzajemnih skladov, ki se tržijo v Evropi, v obdobju treh let (od 2005 do 2007). Iz grafa je razvidno, da je najvišja vrednost sredstev pri delniških vzajemnih skladih. V primerjavi z drugimi skladi vrednost delniških skladov narašča hitreje.

***Slika 2**: VEP (v mrd. EUR) v različnih tipih vzajemnih skladov*



	delniški	hibridni	obvezniški	denarni trg	drugi
2005	1814	636	1200	842	234
2006	2192	781	1251	841	302
2007	2227	856	1206	911	355

***Vir:** Efama[4], lasten prikaz.*

4.2 Uspešnost vzajemnih skladov in ocene skladov

4.2.1 Komponente uspešnosti

Uspešnost lahko zapišemo kot spremembo tržnih razmer, spremembo razmer v posamezni dejavnosti ter sposobnost upravljalca[5] (Madura, 2003, str. 664-665; Košak, Deželan & Berk, 2007, str. 130).

Sprememba tržnih razmer

Uspešnost vzajemnih skladov je velikokrat povezana s pogoji trga. V poznih devetdesetih letih so ameriške delnice doživele visoko uspešnost zaradi uspešnosti trga. Prav nasprotno so doživeli azijski trgi. Šibke ekonomske razmere so leta 2001 povzročile veliki padec vrednosti delnic, razlog pa je bil tudi v terorističnem napadu na ZDA 11. septembra 2001. Vzajemni skladi, ki so panožno usmerjeni v letalske storitve ali zavarovanja, so občutili velik padec cene delnic (tudi na mednarodni ravni). Tržno izpostavljenost meri beta koeficient. Višja kot je vrednost bete, bolj občutljivi so trgi na pogoje, ki jih ustvarja trg, zato imajo tudi višjo pričakovano donosnost. Bolj podroben opis in lastnosti koeficienta sledijo v nadaljevanju.

Sprememba razmer v posamezni dejavnosti

Razmere na sektorsko usmerjenem trgu določajo uspešnost delniških vzajemnih skladov. Primer delniški skladov, ki so leta 1990 vlagali v tehnologijo, so doživeli visoko donosnost zaradi dobre realizacije tehnoloških podjetij. Leta 2001 pa je vrednost enote premoženja upadla in temu so sledili nizki donosi.

---

[4] The European Funds and Asset Management Association (EFAMA) - Evropsko združenje upravljalcev skladov in premoženja.

[5] Formula za uspešnost se glasi: uspešnost = f (sprememba tržnih razmer, sprememba v posamezni dejavnosti, sposobnost upravljalca).

Sposobnosti upravljalca

Sposobnost upravljalca poleg tržnih in panožnih pogojev prav tako vpliva na donosnost. Če primerjamo dva vzajemna sklada v istem sektorju, to ne pomeni, da bo donosnost enaka. Pomembno vlogo igrajo upravljalci, ki s svojimi odločitvami vplivajo na uspešnost sklada. To dosežejo tudi s tem, da minimizirajo stroške.

4.2.2 Ocene skladov

Kvalitativne ocene vzajemnih skladov delijo zelo znane inštitucije. Med njimi so Morningstar, Standard & Poor´s (S&P) in Moody´s. Pri ocenjevanju in razvrščanju vzajemnih skladov se ovrednoti investicijski proces in konsistentnost pristopa pri upravljanju sklada. Glavna lastnost teh analiz je objektivnost. Analitiki morajo zbrati vse informacije o skladu in družbi ter nato sledi primerjava z drugimi primerljivimi skladi.

4.2.2.1 S&P in Moody´s

Ratinška agencija S&P ocenjuje kakovost s črkami od A do D (AAA - najvišja kakovost, AA - zelo visoka kakovost, A - visoka kakovost, BBB - srednja kakovost … in tako naprej do najnižje kakovosti DDD). Približno petina skladov uspe v posamezni kategoriji pridobiti eno od ocen, zato je že pridobitev ocene velik dosežek (Kodrič & Krivec, 2005, str. 10). Podobno kot S&P ocenjuje tudi agencija Moody´s, vendar je pri podelitvi ocen razlika v zapisu črk.

4.2.2.2 Podeljevanje zvezdic

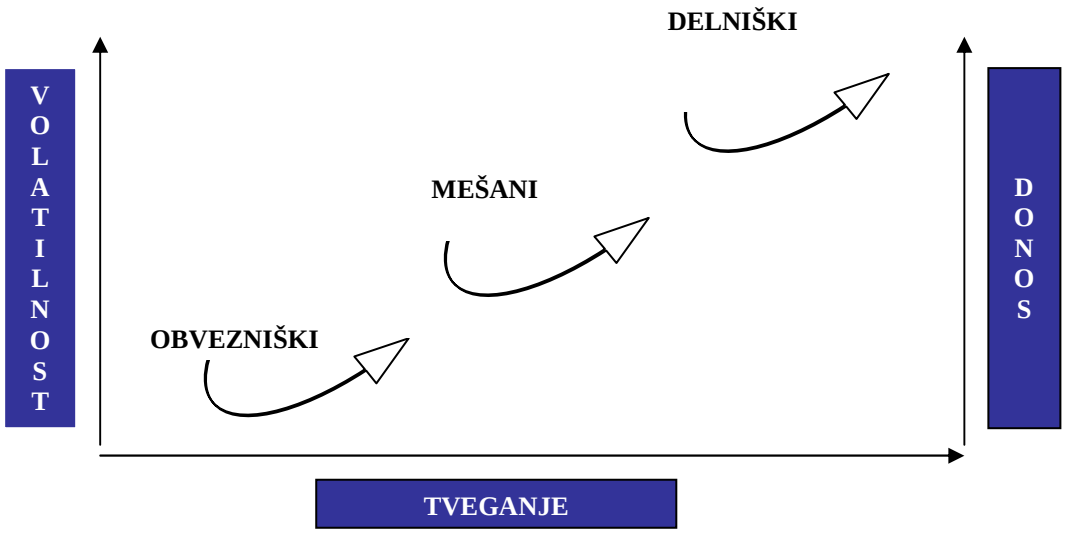
S&P razvršča sklade na podlagi doseženih donosnosti oziroma rezultata sklada v zadnjih treh mesecih. Število zvezdic, ki je odvisno od uspešnosti sklada, ponazarja, kje se ta nahaja v primerjavi s konkurenčnimi skladi. Vzajemni sklad lahko dobi največ pet zvezdic (✶✶✶✶✶), ki pomenijo uvrstitev v zgornjih 10 odstotkov, štiri zvezdice (✶✶✶✶) med 10 in 30 odstotki, tri zvezdice (✶✶✶) od 30 do 50 odstotkov, dve zvezdici (✶✶) pomenita od 50 do 75 odstotkov ter ena zvezdica (✶) uvrstitev med zadnjih 25 odstotkov.

Prav tako kot S&P tudi Morningstar podeljuje zvezdice, vendar za obdobje treh let. Pri izračunu se poleg donosnosti, ki je prilagojena za prevzeto tveganje, upoštevajo tudi stroški sklada. Najboljša uvrstitev prinese pet zvezdic, kar pomeni uvrstitev med zgornjih 10 odstotkov. Štiri zvezdice pomenijo med 10 in 32,5 odstotka, tri zvezdice od 32,5 do 67,5 odstotka, dve zvezdici od 67,5 do 90 odstotkov in ena zvezdica uvrstitev v spodnjih 10 odstotkov. Število zvezdic za posamezen vzajemni sklad se lahko dokaj hitro spremeni, saj se izračuni opravljajo vsak mesec (Kodrič & Krivec, 2005, str. 10-11).

4.3 Donosnost in tveganje

Cilji investitorjev se močno razlikujejo. Določeni ljudje so pripravljeni tvegati več in kot nagrada temu tveganju naj bi sledil višji donos. Vendar pa velja, da so pripravljeni več tvegati v primeru, kadar jim skladi prinašajo višji potencialni donos. Takšen tip investitorjev vlaga v delniške vzajemne sklade. Za vlagatelje, ki si želijo bolj ali manj enakomerne rasti skozi čas varčevanja, pa so primerni obvezniški skladi. Iz tega sledi, da obstaja obratno razmerje med tveganjem in donosnostjo.

***Slika 3**: Razmerje med tveganjem in donosom*



***Vir:** Lubej, Vzajemni skladi za vsakogar, 2002, str. 54. Lasten prikaz.*

4.3.1 Donos in donosnost

V samem začetku je treba razlikovati med izrazoma donos in donosnost. Berk, Lončarski in Zajc (2002, str. 54) so opredelili donos kot označevanje števila denarnih enot, ki jih prejme investitor v določenem obdobju. Donosnost pa je donos, ki je izražen relativno (v %) glede na investiran znesek. Donos je torej merilo uspešnosti vzajemnega sklada, ki je odvisen od njegove naložbene strukture, sposobnosti upravljalca sklada ter od splošnih gibanj na kapitalskih trgih. Pri donosnostih ni upoštevana rast življenjskih potrebščin (inflacija), zato so podatki o izračunu donosnosti izraženi nominalno (KD Investments, 2008).

$$Nominalna\ donosnost = \left(\frac{VEP_t}{VEP_{t-1}} - 1 \right) * 100 \qquad (1)$$

VEP_t = vrednost zadnjega dne v mesecu
VEP_{t-1} = vrednost zadnjega dne predhodnega meseca

Kot je razvidno iz enačbe (1), je mogoče mesečno nominalno donosnost izračunati kot spremembo vrednosti enote premoženja (VEP), in sicer med njeno vrednostjo na zadnji obračunski dan meseca (t) in njeno vrednostjo na zadnji obračunski dan v predhodnem mesecu (t-1).

Lahko pa upoštevamo inflacijo in tako dobimo realno donosnost (Alexander, Sharpe & Bailey, 1993, str. 120-121):

$$RR = \frac{1 + NR}{1 + I} - 1 \qquad (2)$$

RR = realna donosnost
NR = nominalna donosnost
I = inflacija

***Tabela 1**: Prikaz nominalne (NR) in realne donosnosti (RR) v %*

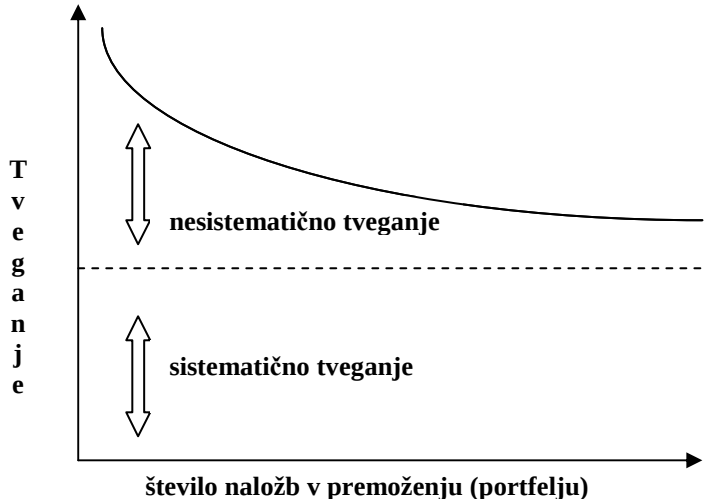
	2006		2007		2008	
Inflacija	**2,8**		**5,6**		**5,2 (polletna)**	
	NR	**RR**	**NR**	**RR**	**NR**	**RR**
KD Balkan	**25**	**21,59**	**24,74**	**18,13**	**-34,85**	**-38,07**
MP-Balkan.si	**51,74**	**47,61**	**15,73**	**9,59**	**-28,49**	**-32,02**
Publikum Balkan	**37,18**	***33,44***	***38,71***	**31,35**	**-23,24**	**-27,03**
Triglav Balkan	**20,42**	**17,14**	**49,36**	**41,44**	**-27,63**	**-31,21**
NLB Zahodni Balkan	**/**	**/**	**-10,29**	**-15,05**	**-30,79**	**-34,21**

Vir: Lastni izračuni, 2008.

4.3.2 Tveganje

Tveganje nastane takrat, kadar prihodnji donosi niso poznani z gotovostjo, temveč samo z verjetnostno porazdelitvijo, torej bo dejanski donos drugačen od pričakovanega. Tveganje lahko razvrstimo med sistematična in nesistematična tveganja. Sistematična tveganja (angl. *systematic risk, non-diversifiable risk, market risk*) ni mogoče odpraviti z razprševanjem, kajti ta tveganja so povezana s tveganji na finančnem trgu, tako na svetovni kot na nacionalni ravni. Pri nesistematičnih tveganjih (angl. *unsystematic risk, diversifiable risk, asset-specific risk*) pa lahko odpravimo tveganje z diverzifikacijo oziroma razpršitvijo, ker tveganja izhajajo iz sprememb uspešnosti poslovanja posameznih podjetij - izdajateljev delnic. Določene empirične raziskave so pokazale, da vključitev prvih 5 do 10 naložb v premoženje prinese večje zmanjšanje tveganja kot poznejše dodajanje naložb (Berk, Lončarski & Zajc, 2002, str. 60).

Slika 4: *Komponenti tveganja posamezne naložbe*



Vir: *Berk A., Peterlin J. & Ribarič P., Obvladovanje tveganja, 2005, str. 254. Lastni prikaz.*

Tveganje se meri s standardnim odklonom oziroma z odkloni različnih stopenj donosa od pričakovane stopnje donosa. Statistična formula za standardni odklon (Arh, 2006, str. 62-67):

$$\sigma_y = \sqrt{\frac{\sum\left(y_i - \bar{Y}\right)^2}{N}} \qquad (3)$$

N = število dni merjenja v proučevanem obdobju
y_i = donosnost na posamezen dan
$\bar{Y}$= povprečna dnevna donosnost

Standardni odklon (σ, sigma) je statistični kazalec, ki se uporablja za merjenje statistične razpršenosti enot in je definiran kot kvadratni koren variance. Uporablja se tudi za ocenjevanje tveganja portfelja in je merilo za odstopanje podatkov od njihovega povprečja (Vzajemci, 2008). Čim višji je standardni odklon, tem večje bo nihanje donosov navzgor ali navzdol in posledično so vrednostni papirji bolj tvegani. Pri višjem standardnem odklonu donosnosti je tudi celotno premoženje investitorja bolj tvegano (Mramor, 2000, str. 53).

4.4 CAPM model

W. F. Sharpe in J. Lintner sta leta 1964 in 1965 razvila CAPM model (angl. *Capital Asset Pricing Model*), ki opisuje odnos med tveganjem in donosnostjo, torej omogoča določanje učinkovitega premoženja, sestavljenega iz vrednostnih papirjev (Prohaska, 1994, str. 45).
V CAPM modelu je pričakovana donosnost naložbe enaka vsoti donosnosti netvegane naložbe in premije za dodatno prevzeto sistematično tveganje.

Vlagatelj razdeli svoj denar med tvegano in netvegano naložbo. Slednjo sestavljajo različni državni vrednostni papirji, investitor pa zahteva **netvegano stopnjo donosa** (r_f). Tvegano naložbo predstavlja tržno premoženje, zato investitor zahteva **tržno premijo za tveganje** (r_m-r_f), zaradi večjega tveganja (Berk, Lončarski & Zajc, 2002, str. 61).

Mera za sistematično tveganje v CAPM modelu je beta koeficient (β), ki prikazuje razmerje med tveganjem in donosnostjo. Beta meri usklajenost gibanja donosnosti delnice z donosnostjo tržnega premoženja. Kadar je vrednost bete 1, je tveganje delnice enako tveganju povprečja borznega indeksa. Če je vrednost med 0 in 1, sledi podpovprečno tveganje. Lahko pa je beta vrednost tudi večja kot 1, kar pomeni, da je posamezna naložba nadpovprečno tvegana. S teoretičnega vidika lahko opredelimo tudi negativno vrednost bete, ki pa je v praksi še ni bilo. »Donosnost naložbe bi padala, ko bi donosnosti drugih naložb (premoženja) naraščale« (Berk, Lončarski & Zajc, 2002, str. 63).
Statistično se beta koeficient izračuna (Berk, Peterlin & Ribarič, 2005, str. 256):

$$\beta_i = \frac{Cov_{i,m}}{\sigma_m^{\ 2}} \qquad (4)$$

β_i = beta koeficient
$Cov_{i,m}$ = kovarianca med donosnostjo naložbe *i* in donosnostjo tržnega premoženja
σ_m = standardni odklon tržnega premoženja *m*

Enačba modela CAPM, ki zahteva določeno stopnjo donosa posamezne tvegane naložbe na kapitalskem trgu, je opredeljena kot (Alexander, Sharpe & Bailey, 1993, str. 227):

$$r_i = r_f + \beta_i \left(r_m - r_f \right) \qquad (5)$$

r_i = pričakovana donosnost naložbe
r_f = donosnost netvegane naložbe
β_i = beta koeficient
r_m = pričakovana tržna donosnost
$(r_m - r_f)$ = tržna premija za tveganje posamezne naložbe

V ravnovesju velja, da je na trgu kapitala pričakovana donosnost naložbe v tvegane vrednostne papirje enaka vsoti donosnosti naložbe v netvegane vrednostne papirje in premije za tveganje.

4.5 Predstavitev mer uspešnosti vzajemnih skladov

Pri ocenjevanju uspešnosti vzajemnih skladov smo najbolj učinkoviti takrat, kadar v model vključimo tako tveganje kot donosnost. V nadaljevanju bom prikazala določene mere, ki prikazujejo uspešnost skladov z vključitvijo tveganja in donosnosti obenem.

4.5.1 Sharpeov koeficient

Sharpeov koeficient je absolutna mera za donosnost določenega portfelja z upoštevanjem tveganja, ki je merjeno s standardnim odklonom donosnosti preučevanega premoženja. Koeficient nam pove, koliko tveganja je vlagatelj prevzel na enoto donosa. Visoka vrednost količnika prikazuje, da je bila dosežena donosnost visoka glede na prevzeto tveganje. Sharpeov koeficient izračunamo po naslednji formuli (Bodie, Kane & Marcus, 1999, str. 754):

$$Sharpeov\ koeficient = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma_p} \qquad (6)$$

$\bar{r}_p$ = povprečna donosnost naložbe
$\bar{r}_f$ = povprečna donosnost netvegane naložbe
σ_p = standardni odklon donosnosti naložbe

4.5.2 Treynorjev koeficient

Treynorjev koeficient meri dodatno donosnost naložbe nad netvegano donosnostjo. Za razliko od Sharpeovega koeficienta, ki upošteva tako sistematično kot nesistematično tveganje, pri Treynorjevem koeficientu najdemo samo sistematično tveganje. Tega tveganja ni mogoče odpraviti z razpršitvijo naložb, kajti na trgu, kjer izbiramo posamezne naložbe, se ne moremo izogniti tržnemu tveganju. Koeficient beta se uporablja kot mera sistematičnega tveganja. Treynor je tudi dokazal, da lahko primerjamo vzajemne sklade z različnimi investicijskimi politikami in tveganji.

Višja vrednost koeficienta nam pove, da je vzajemni sklad dobro upravljan oziroma učinkovitejši v primerjavi s tistim, ki ima nižjo vrednost količnika. Formulo za Treynorjev koeficient lahko zapišemo kot (Bodie, Kane & Marcus, 1999, str. 755):

$$Treynerjev\ koeficient = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\beta_p} \qquad (7)$$

$\bar{r}_p$ = povprečna donosnost naložbe
$\bar{r}_f$ = povprečna donosnost netvegane naložbe
β_p = beta koeficient

4.5.3 Jensenovo merilo

Jensenovo merilo uspešnosti upravljanja premoženja temelji na sistematičnem tveganju, tako kot Treynorjev koeficient. Jensenovo merilo uspešnosti je opredeljeno kot presežna donosnost, ki prikazuje razliko med povprečno donosnostjo (ocenimo s pomočjo CAMP modela) in povprečno donosnostjo primerljivega portfelja. Primerjamo jo lahko z različnimi indeksi. Jensenovem merilu lahko rečemo tudi vrednost portfeljske alfe (angl. *portfolio´s alpha value*). Pozitivna alfa pomeni, da je upravljalec dobro upravljal vzajemni sklad in je ta uspešen. Če pa imamo negativno vrednost, nam to pove, da mora upravljalec spremeniti taktiko upravljanja, ker ta ne dosega želenega učinka. Vrednost alfe se izračuna po naslednji formuli (Bodie, Kane & Marcus, 1999, str. 755):

$$\alpha_p = \bar{r}_p - \left[\bar{r}_f + \beta_p \left(r_m - \bar{r}_f \right) \right] \qquad (8)$$

α_p = alfa
$\bar{r}_p$ = povprečna donosnost naložbe
$\bar{r}_f$ = povprečna donosnost netvegane naložbe
r_m = pričakovana tržna donosnost
β_p = beta koeficient

4.5.4 Kazalnik Sortino

Kazalec Sortino je v precejšnji meri podoben Sharpeovemu koeficientu, vendar pa je razlika v tem, da ta kazalnik upošteva le slabo tveganje oziroma negativni odklon. Kazalnik Sortino meri dodatno donosnost nad minimalno še sprejemljivo donosnostjo na enoto tveganja, pri čemer je tveganje opredeljeno z negativnim odklonom (Sortino & Satchell, 2002, str. 179). Sedaj se upoštevajo le tiste vrednosti, ki so povezane z negativnimi donosnostmi oziroma donosnostmi pod določenim pragom. Namesto netvegane donosnosti pa se uporabi minimalna še sprejemljiva donosnost. Višja vrednost kazalnika Sortino je za investitorja ugodnejša. Izračuna se po naslednji formuli (Sortino & Satchell, 2002, str. 179):

$$\textit{Kazalec Sortino} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_t}{\sigma_d} \qquad (9)$$

$\bar{r}_p$ = povprečna donosnost naložbe
$\bar{r}_t$ = minimalna še sprejemljiva donosnost
σ_d = negativno tveganje

4.5.4.1 Največji nihaj navzdol

Največji nihaj navzdol je izražen s številko, ki predstavlja največji odstotni padec vzajemnega sklada v preteklosti. Gre predvsem za oceno tveganosti vzajemnega sklada. Višja kot je vrednost, bolj tvegan je sklad.

4.5.5 Primerjalni indeks

Borzni indeks je tehtano povprečje tečajev določenih vrednostnih papirjev. To povprečje kaže na razvoj tečajev določenega trga vrednostnih papirjev v celoti oziroma na razvoj tečajev le nekaterih skupin vrednostnih papirjev. Vlagatelju pomaga razbrati trend na trgu ali na enem od njegovih segmentov (Kodrič & Krivec, 2005, str. 157).
Na ljubljanski borzi se nahajajo trije indeksi[6] SBI 20, SBI TOP ter BIO indeks.

SBI 20 je vodilni indeks ljubljanske borze, ki pokriva celoten delniški trg. Slovenski borzni indeks meri donosnost celotnega slovenskega organiziranega kapitalskega trga in zagotavlja informacije o gibanju cen največjih in najlikvidnejših delnic na organiziranem trgu Ljubljanske borze.

Značilnost **SBI TOP**[7] indeksa je ta, da so v ta indeks vključene le najbolj likvidne delnice s posameznega trga. Vključitev delnic v Slovenski blue chip indeks povečuje njihovo prepoznavnost na srednji rok ter prav tako povečuje njihovo likvidnost.

BIO indeks kaže smer gibanja tečajev obveznic, ki so nominirane v tujih valutah. Kapitalsko donosnost obveznic prikazuje relativna sprememba indeksa BIO. Če bi želeli, da nam indeks prikaže celotno donosnost, bi morali upoštevati tudi prejete in natečene obresti v obdobju (Ljubljanska borza, 2008).

Če želim dobro oceniti uspešnost upravljanja izbranih vzajemnih skladov, moram imeti primerljiv indeks, ki bo primeren za to analizo. Glede na svojo sestavo ustreza tem pogojem indeks SBI 20[8].

---

[6] Odbor za indekse je dne 11. 7. 2008 odločil, da se z dnem 18. 7. 2008 preneha izračunavati indeks PIX.
[7] Predstavlja prvi pravi Slovenski blue chip indeks v zgodovini Ljubljanske borze.
[8] Primernejši indeks bi bil sestavljen iz ponderiranih balkanskih indeksov, vendar sem zaradi lažjih izračunov ter dostopnosti do podatkov uporabila indeks SBI 20.

4.7 Analiza mer uspešnosti

V nadaljevanju bom prikazala uspešnost delniških vzajemnih skladov slovenskih upravljalcev, ki vlagajo na Balkan. Razlog, zakaj sem si izbrala trge na Balkanu, je ta, ker je v tem trenutku to najbolj zanimiv in aktualen trg. Geografsko gledano smo Slovenci del tega trga, tako da lahko še bolj učinkovito spremljamo dogajanje na njem. V Sloveniji se trži pet skladov, in ti so KD Balkan, MP-Balkan.si, Publikum Balkan, Triglav Balkan in NLB Zahodni Balkan. Z zgoraj opisano metodologijo izračuna kazalcev uspešnosti bom poskušala ugotoviti, kateri vzajemni sklad je najbolj uspešen. Dnevne VEP in letne donosnosti sem pridobila od družb za upravljanje. Določeni podatki, mesečni ali letni, pa se nahajajo v poročilih na spletnih straneh zgoraj omenjenih vzajemnih skladov. Ker so vsi skladi relativno »mladi«, bom preučevala obdobje od njihovega nastanka, in sicer od 1. 3. 2006 za sklade KD Balkan, MP Balkan, Publikum Balkan, od 2. 10. 2006 sklad Triglav Balkan in od 30. 8. 2007 NLB Zahodni Balkan. Vsi omenjeni skladi se proučujejo do prve polovice letošnjega leta, to je do 30. 6. 2008.

4.7.1 Analiza uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov iz povprečnih mesečnih donosnosti za celotno proučevano obdobje

V tabeli 2 so predstavljeni izračuni mer uspešnosti posameznih vzajemnih skladov. Izračuni temeljijo na podatkih o povprečni mesečni donosnosti posameznega sklada, ki sem ga pridobila iz dnevnih VEP, po formuli 1. Obdobje prvih treh skladov je od 1. 3. 2006, Triglav Balkana od 2. 10. 2006 ter NLB Zahodnega Balkana od 30. 8. 2007. Slednji ni najbolj reprezentativen v primerjavi z drugimi skladi, kajti obdobje je prekratko za uspešno analizo. Vključila sem ga ravno zato, da prikažem, da je za takšne analize potrebno daljše in predvsem isto proučevano obdobje. V moji analizi je končni proučevani datum enak za vse sklade, in sicer 30. 6. 2008.

Tabela 2: *Merila uspešnosti vzajemnih skladov za celotno proučevano obdobje (mesečna donosnost)*

Vzajemni sklad	Povprečna mesečna donosnost	Standardni odklon	Beta	Sharpeov koeficient	Treynorjev koeficient	Jensenovo merilo	Kazalnik Sortino
KD Balkan	0,173%	5,779%	0,637	-0,037	-0,334%	-1,369%	-0,032
MP Balkan	0,820%	7,357%	0,677	0,059	0,641%	-0,796%	0,062
Publikum Balkan	1,519%	5,827%	0,551	0,194	2,057%	0,133%	0,203
Triglav Balkan	1,517%	7,415%	0,737	0,152	1,533%	-0,208%	0,137
NLB Zahodni Balkan	-4,375%	7,057%	1,188	-0,675	-4,008%	-6,918%	-0.547

Vir: *Lastni izračuni, 2008.*

Iz tabele 2 je razvidno, da je najvišjo mesečno donosnost v proučevanem obdobju imel sklad Publikum Balkan (1,52 %), vendar le za 0,002 odstotni točki višjo kot Triglav Balkan. Povprečna mesečna donosnost je najpreprostejši pokazatelj uspešnosti sklada, vendar pa ne odraža povsem realne uspešnosti upravljanja sklada, ker ne upošteva tveganja.

Tveganje opredelimo s standardnim odklonom, ki predstavlja razpršenost vrednosti okoli povprečne vrednosti. Najnižjo vrednost standardnega odklona je imel KD Balkan, kar pomeni, da je imel najmanjša nihanja in je zato najmanj tvegan sklad. Sledi mu Publikum Balkan s 5,827-odstotnim standardnim odklonom. Drugi trije skladi so bolj naklonjeni tveganju, saj imajo njihovi standardni odkloni vrednost nad 7 %.

Pri nadaljnjih izračunih bom potrebovala vrednost netvegane naložbe. Izbrala sem državno obveznico RS50, ki ima ročnost 10 let in donosnost do dospetja 4,64 %. Ker potrebujem mesečno donosnost, sem s pomočjo obrestno obrestnega izračuna[9] dobila vrednost 0,386 %.

Tabela 2 nam pokaže pozitivne vrednosti Sharpeovega koeficienta pri MP Balkanu, Publikum Balkanu in Triglav Balkanu, kar pomeni, da so bili relativno dobro upravljani. Visoka vrednost količnika prikazuje, da je bila dosežena donosnost visoka glede na prevzeto tveganje. Najvišjo vrednost koeficienta ima Publikum Balkan. K temu je prispeval najvišji mesečni donos v proučevanem obdobju (1,52 %) ter nizki standardni odklon (5,83 %). Ostala sklada imata negativno vrednost in NLB Zahodni Balkan ima najnižjo vrednost, kar po definiciji pomeni, da je slabo upravljan. Poleg tega ima še negativno mesečno donosnost ter visok standardni odklon v proučevanem obdobju. Vendar pa ne smemo prehitro sklepati, da je

[9] Formula: $\sqrt[365]{(1+r)} = X$ in $(1+X)^{31}$ = *mesečna vrednost*

ta sklad slab, kajti proučevano obdobje je prekratko (manj kot eno leto) in stanje na trgu ter na borzi, se samo odraža v tem skladu. Povprečna mesečna donosnost indeksa SBI 20 je od septembra 2007 do julija 2008 znašala -4,21 %. Tako se NLB Zahodni Balkan giblje približno v isto smer kot indeks.

Za izračun Treynorjevega koeficienta potrebujemo beto, ki meri sistematično tveganje. Če je vrednost koeficienta večja od 1, je vzajemni sklad bolj tvegan od tržnega indeksa oziroma v našem primeru od indeksa SBI 20. Iz tabele 2 je razvidno, da so prvi štirje skladi manj tvegani od indeksa SBI 20, zadnji sklad - NLB Zahodni Balkan pa bolj. Najmanj tvegan sklad je Publikum Balkan z vrednostjo bete 0,551. Za 0,086 oziroma za 13,5 % ima višjo vrednost KD Balkan, za 0,126 oziroma za 18,6 % pa MP Balkan. Tako kot pri Sharpeovem koeficientu, ostaja pri Treynorjevem kazalniku vrstni red vzajemnih skladov enak. Najbolje se je ponovno odrezal Publikum Balkan, saj je za vsako dodatno enoto prevzetega tveganja premoženja pridobil 2,06 % donosnosti.

Sledi analiza Jensenovega merila. Za pričakovano tržno donosnost oziroma povprečje donosnosti tržnega premoženja sem vzela povprečno mesečno vrednost indeksa SBI 20, v obdobju od 1. 3. 2006 do 30. 6. 2008. Ta je znašala 2,20 %. Pozitivna vrednost alfe pomeni, da je sklad dobro upravljan. V moji analizi je imel pozitivno vrednost le Publikum Balkan. Vrednost alfe, ki znaša 0,133 %, pomeni, da je donosnost tega sklada nad donosnostjo, ki bi jo lahko pričakovali ob upoštevanju tržnega tveganja. Vsi drugi skladi so imeli negativno vrednost alfe.

Zadnja mera uspešnosti je kazalnik Sortino. Če sem želela izračunati kazalnik, sem potrebovala minimalno še sprejemljivo donosnost ter negativno tveganje. Za prvo sem določila mesečno obrestno mero pri Novi Ljubljanski banki (NLB), ki znaša 0,39 %. Negativen odklon sem dobila tako, da sem iz povprečnih mesečnih donosnosti izračunala donosnosti (te sem dobila tako, da sem od povprečnih mesečnih donosnosti odštela minimalno še sprejemljivo donosnost), ki so manjše od minimalne še sprejemljive donosnosti. Nato sem po enačbi 3 izračunala standardni odklon, kjer sem vzela za povprečno vrednost minimalno še sprejemljivo donosnost, torej 0,39 %. Tako kot pri drugih kazalnikih, tudi tukaj višja vrednost kazalnika pomeni večjo uspešnost sklada. Ponovno se za najuspešnejši sklad izkaže Publikum Balkan, kjer je njegova vrednost 0,203. Na drugem mestu se nahaja Triglav Balkan, ki ima nižjo vrednost za 0,066, sledi mu MP Balkan z vrednostjo 0,062. KD Balkan in NLB Zahodni Balkan imata negativno vrednost kazalnika.

4.7.2 Analiza uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov iz povprečnih mesečnih donosnosti za vsako leto posebej

Tabela 3 prikazuje uspešnost vzajemnih skladov za vsako leto posebej. Obdobje je enako kot v tabeli 2 in tudi tukaj so podatki iz dnevnih vrednosti enot premoženja preračunani na povprečno mesečno donosnost po formuli 1.

Tabela 3: *Merila uspešnosti vzajemnih skladov za vsako leto posebej*

	Povprečna mesečna donosnost	Standardni odklon	Beta	Sharpeov koeficient	Treynorjev koeficient	Jensenovo merilo	Kazalnik Sortino
Vzajemni sklad	2006 (od 1.3.)						
KD Balkan	2,161%	2,999%	0,119	0,592	14,925%	1,405%	0,844
MP Balkan	3,686%	6,369%	0,305	0,518	10,830%	2,353%	1,042
Publikum Balkan	3,242%	4,448%	0,652	0,642	19,984%	2,412%	0,637
	2007						
KD Balkan	1,966%	5,051%	0,449	0,313	3,518%	-0,551%	0,359
MP Balkan	1,506%	7,763%	0,668	0,144	1,676%	-2,051%	0,140
Publikum Balkan	2,923	5,972%	0,450	0,327	5,636%	0,401%	0,571
Triglav Balkan	3,573%	6,304%	0,535	0,506	5,956%	0,648%	0,581
	2008 (do 30.6.)						
KD Balkan	-6,726%	5,939%	0,905	-1,198	-7,857%	-1,502%	-0,728
MP Balkan	-5,329%	4,874%	0,732	-1,173	-7,808%	-1,178%	-0,722
Publikum Balkan	-4,167%	4,450%	0,656	-1,023	-6,937%	-0,485%	-0,684
Triglav Balkan	-5,077%	6,464%	0,986	-0,845	-5,538%	0,651%	-0,558
NLB Z. Balkan	-5,727%	6,688%	0,989	-0,914	-6,183%	0,015%	-0,657

Vir: *Lastni izračuni, 2008.*

Iz tabele 3 sledi, da se pokažejo razlike v upravljanju določenega sklada, ki se iz leta v leto spreminjajo. Tako je od 1. 3. 2006 do konca leta 2006 najuspešnejši vzajemni sklad Publikum Balkan. Najvišjo razliko je ustvaril pri Treynorjevem koeficientu, in sicer za 5,059 odstotne točke pred drugo uvrščenim KD Balkanom. Publikum Balkan pa ni imel najvišji povprečni mesečni donos v letu 2006, ampak MP Balkan, in sicer 3,69 % na mesec, kar je za 0,444 odstotne točke več. V tem primeru se jasno pokaže razlika med uspešnostjo upravljanja sklada in samo donosnostjo le-tega.

V celotnem letu 2007 so delovali štirje skladi, najvišjo mesečno povprečno vrednost (3,57 %) pa je ustvaril Triglav Balkan. V tem letu se je izkazal tudi za najuspešnejši sklad, saj je imel najvišjo vrednost Sharpeovega, Treynorjevega kazalnika, kazalnika Sortino ter Jensenovega merila. Tudi sklad Publikum Balkan se je v letu 2007 dobro odrezal, saj je le majhna razlika v vrednostih kazalnikov med njim in Triglav Balkanom. Najslabši sklad v vseh pogledih je MP Balkan, saj je v celotnem letu 2007 imel najnižjo povprečno mesečno donosnost (1,51 %), izkazal se je za najbolj tveganega (σ = 7,76 % - meri spremenljivost donosov in β, ki meri

tveganost med tržnim indeksom in skladom, ima vrednost β = 0,668) ter imel najnižje vrednosti vseh mer uspešnosti.

Kot najmanj tvegan sklad se je v letu 2006 in 2007 izkazal KD Balkan, saj je imel najnižji vrednosti standardnega odklona in bete.

Prva polovica leta 2008 se je zaradi dogajanja na trgu in finančne krize prezrcalila na vzajemne sklade. Razlogi za krizo se nahajajo v slabih hipotekarnih posojilih, prihajajoči recesiji in inflaciji. Posledica vsega tega in dogajanja na Balkanu (glej Prilogo 4) se je odrazila v negativni povprečni mesečni donosnosti pri vseh proučevanih skladih. Najmanj tvegan sklad v tem obdobju je Publikum Balkan, ki je imel tudi najmanjšo izgubo, in sicer -4,17 %. Najboljši kazalniki mer uspešnosti pa so na strani Triglav Balkana.

4.7.3 Primerjava uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov

Zgornja analiza uspešnosti upravljanja delniških vzajemnih skladov, ki vlagajo na Balkan, je sledila tako iz povprečnih mesečnih donosnosti za celotno proučevano obdobje kot za vsako leto posebej. Iz tega sledi, da je v celotnem obdobju najbolje upravljan sklad Publikum Balkan, ko pa pogledamo uspešnost skladov znotraj obdobja na letnih ravneh, se rezultati vseskozi prepletajo. Tako je v letu 2006 najuspešnejši sklad Publikum Balkan, leta 2007 in v prvi polovici 2008 pa Triglav Balkan. V letu 2006 je imel najvišjo povprečno mesečno donosnost MP Balkan (3,69 %), vendar je imel celo dva najslabša kazalnika mer uspešnosti. Sharpeov koeficient pove, da je ustvaril najnižji donos na enoto tveganja in Treynorjev koeficient, da je posloval neučinkovito glede na dejansko tveganje. Iz tega jasno sledi, da je bil sklad slabo upravljan, saj bi ob dobrih kazalnikih lahko dosegel zelo visok donos. Ponovno se je za najslabši sklad v letu 2007 izkazal MP Balkan, saj je imel vse kazalnike neprimerljive z drugimi. Tudi KD Balkan se ni izkazal za uspešno upravljan sklad, zlasti v letošnji prvi polovici leta ter v celotnem letnem preučevanem obdobju.

Rezultate mer uspešnosti iz povprečnih mesečnih donosnosti za celotno obdobje lahko primerjam z letnimi podatki za celotno proučevano obdobje. Letne donosnosti sem pridobila od upravljalcev, izračuni različnih kazalnikov pa se nahajajo v prilogi 7. Tako je najvišjo povprečno letno donosnost ustvaril Publikum Balkan (17,31 %), ki je bil tudi najbolje upravljan. NLB Zahodni Balkan je imel najnižji stopnji tveganja, vendar najslabše kazalnike. Posledica je v tem, da proučevano obdobje ni reprezentativno drugim skladom. Če primerjam obe analizi, ugotovim, da je vrstni red uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov pri vseh kazalnikih popolnoma enak. Razlika je samo pri Jensenovem merilu (letni podatki), kjer ima MP Balkan višjo vrednost alfe kot Triglav Balkan. V primerjavi z ostalimi kazalniki pa je Triglav Balkan uspešnejši. Iz tega sledi, da je najuspešnejši sklad Publikum Balkan, sledi mu Triglav Balkan in MP Balkan, na četrtem mestu se nahaja KD Balkan in na koncu NLB Zahodni Balkan.

SKLEP

Vzajemni skladi, ki so del investicijskih skladov, se vse bolj uveljavljajo v svetu in tudi Slovenija ni nobena izjema. Narašča tako število vlagateljev kot DZU-jev. Do konca leta 2007 je v Sloveniji delovalo 14 DZU-jev, ki so upravljali 110 vzajemnih skladov. Pri varčevanju v vzajemne sklade je pomembno predvsem to, da lahko na trg kapitala pristopijo tudi majhni investitorji, ki imajo nižje zneske ter nimajo dovolj časa in znanja za vlaganje v posamezne vrednostne papirje. Za upravljanje skladov tako poskrbijo DZU-ji. Skozi zgodovino se je pokazalo, da je plemenitenje denarja na kapitalskem trgu donosnejše kot pa varčevanje na banki, vendar se mora investitor dobro informirati glede stroškov sklada, kako dolgo želi vlagati, ter pričakovane donosnosti. Število DZU-jev narašča prav zaradi tega, ker želijo ponuditi vlagateljem več možnosti vlaganja in s tem plemenitenja kapitala tam, kjer lahko pričakujejo višje donose, zato razpršijo naložbe med različne finančne instrumente, geografske regije in posamezne sektorje.

Tako kot obstajajo delniški, obvezniški, hibridni skladi in skladi denarnega trga, tako obstajajo tudi različni profili vlagateljev. Če je vlagatelj pripravljen več tvegati, si bo izbral sklad z večjimi nihanji in temu primernimi višjimi pričakovanimi donosi. Lahko pa je vlagatelj nenaklonjen tveganju in bo izbral obvezniški sklad ali sklad denarnega trga.

Uspešnost vzajemnega sklada se odraža v dvigu vrednosti točke in obenem čim manjšem tveganju, ki se merita na daljše časovno obdobje. Povprečni dolgoročni letni donosi vzajemnih skladov se v svetu gibljejo med 8 in 15 %. Vendar pa to še zdaleč ni edini pokazatelj o uspešnosti upravljalcev sklada v določenem obdobju. Obstaja vrsta kazalnikov, ki upoštevajo donosnost in tveganje obenem. V diplomski nalogi sem želela prikazati, kateri slovenski upravljalec vzajemnega sklada, ki vlaga na Balkan, je najuspešnejši. Izbrala sem štiri kazalnike, ki temeljijo na modelu CAPM in ti so Sharpeov koeficient, Treynorjev koeficient, Jensenovo merilo in kazalnik Sortino. Na primeru analize vzajemnih skladov sem ugotovila, da je najbolje upravljan sklad pri nas Publikum Balkan, upravljalca Publikum PDU d.d. Tako pri analizi povprečnih mesečnih podatkov za celotno proučevano obdobje kot na letni ravni istega obdobja zavzema vodilni položaj glede na vsa obravnavana merila uspešnosti. Poleg tega je imel tudi najvišjo povprečno mesečno donosnost (1,52 %) in povprečno letno donosnost (17,31 %) v obdobju od 1. 3. 2006 do 30. 6. 2008. Sledi mu Triglav Balkan.

Uspešna analiza in primerjava mer uspešnosti lahko sledi tako iz izračunanih povprečnih mesečnih donosnosti kot iz letnih podatkov za določeno proučevano obdobje, saj se izkaže, da je vrstni red skladov po njihovi uspešnosti upravljanja popolnoma enak. Pri ugotavljanju uspešnosti vzajemnih skladov za vsako leto posebej pa se prikaže nihanje v rezultatih mer uspešnosti posameznih skladov, zato ta analiza ni reprezentativna ostalima dvema. Iz tega sledi, da se za uspešno analizo potrebuje daljše časovno obdobje, najmanj dve leti.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP). Najdeno 1. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/content.asp?IDm=15

2. Alexander, G., Sharpe, W. & Bailey, J. (1993). *Fundamentals of Investments.* (2th ed.) Englewood Cliffs (N.J.): Prentice-Hall International.

3. Arh, F. (2006). *Statistika 1 – obrazci in postopki*. (2th ed.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

4. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2002). *Poslovne finance.* Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

5. Berk, A., Peterlin, J. & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganja. Skrivnosti celovitega pristopa.* Ljubljana: GV Založba.

6. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus J., A. (1999). *Investments.* (4th ed.) Boston (Mass.): Irwin/McGraw-Hill.

7. EFAMA Annual Report 2007-2008: Creating a Level Playing Field in Investment Management (2008, 16. junij). Najdeno 3. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.efama.org/05Home/10AboutEFAMA/annualreport/ar2008/ar0708

8. Investorguide (2008). Najdeno 27. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.investorguide.com/igu-article-481-mutual-fund-basics-types-of-stock-mutual-funds.html

9. Jesenek, M. (2003). *Vodnik za preračunljivo investiranje (vse o investiranju v vrednostne papirje).* Velenje: Založba POZOJ.

10. Kodrič, S. & Krivec, V. (2005). *Vzajemci 2005. Katalog vzajemnih skladov.* Ljubljana: Vzajemci d.o.o.

11. KD Investments, družba za upravljanje, d.o.o. Najdeno 7. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.kd-skladi.si/?subpage=680&sifra=KDBALKAN

12. Košak, M., Deželan, S. & Berk S., A. (2007). *Finančni trgi in institucije 1*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

13. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev – LJSE (2008). Najdeno 17. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8182&sid=KPMWc15cmhysxvQ9

14. Lubej, S. (2002a). *Vzajemni skladi za vsakogar*. Maribor: Založba KAPITAL.

15. Lubej, S. (2005b). *Vzajemni skladi za vsakogar (2. razširjena izdaja).* Maribor: Založba Kapital.

16. Madura, J. (2003). *Financial Markets and Institutions.* (6th ed.). Mason (Ohio): South-Western/Thomson Learning.

17. Mramor, D. (2000). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

18. Ograjšek, J. (2007, 29. november). Kateri panožni skladi so vroči? *Finance.si*. Najdeno 29. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/197897

19. Prohaska, Z. (1994). *Uvod v finančne trge. Metode, analize in instrumenti.* Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

20. Sklep o podrobnejši vsebini prospekta vzajemnega sklada. *Uradni list RS*. (Št. 42-1814/2008, 30. april 2008). Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.a-tvp.si/ius.asp?id=197

21. Sklep o letnem poročilu investicijskega sklada. *Uradni list RS*. (Št. 73/2006, 13. julij 2006). Najdeno 29. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.a-tvp.si/ius.asp?id=100

22. Smrekar, T. (2008, 22. junij). Kaj lahko pričakujete do konca poletja na domači in balkanskih borzah? *Finance.si.* Najdeno 29. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/213618?src=pj220508

23. Sortino, F. & Satchell, S. (2001). *Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementation.* Oxford: Butterworth-Heinemann.

24. Vzajemci (2008). Najdeno 14. julija 2008 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/

25. Woodart, D. Types of Stock Mutual Funds. Najdeno 27. junija 2008 nas spletnem naslovu http://mutualfunds.about.com/cs/buildingblocks/a/stock_funds.htm

26. Zakon o trgu vrednostnih papirjev. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 51/2006, 1. april 2006). Najdeno na spletnem naslovu http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r04/predpis_ZAKO4864.html

27. Žnidaršič Krajnc, A.: *Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga*. Postojna: Dej, 1999.

28. 3PLUS d.o.o. Neodvisno finančno svetovanje. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.korekcija.si/hedge.html

PRILOGE

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1 ..... **3**
PRILOGA 2 ..... **4**
PRILOGA 3 ..... **6**
PRILOGA 4 ..... **7**
PRILOGA 5 ..... **8**
PRILOGA 6 ..... **9**
PRILOGA 7 ..... **12**

PRILOGA 1

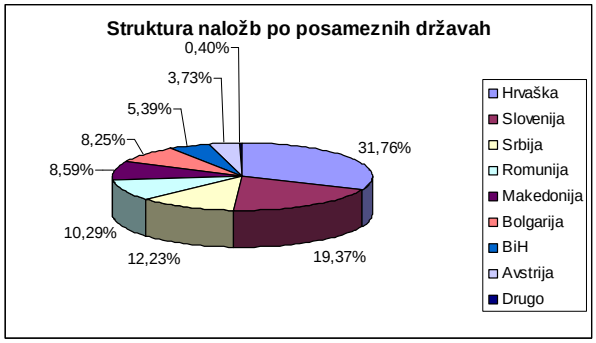
Slika 1: *Piramida investicijskih tveganj*

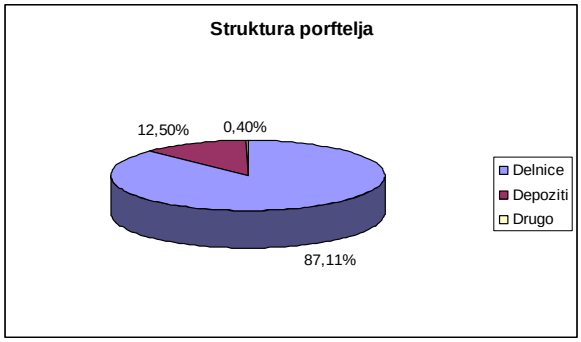
Vir: *Jesenek, Vodnik za preračunljivo investiranje, 2003 str. 14.*

PRILOGA 2

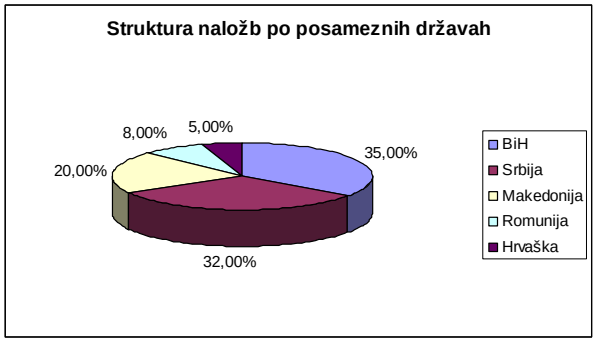
Struktura naložb po posameznih državah in struktura portfelja delniških vzajemnih skladov slovenskih upravljalcev, ki vlagajo na Balkan.

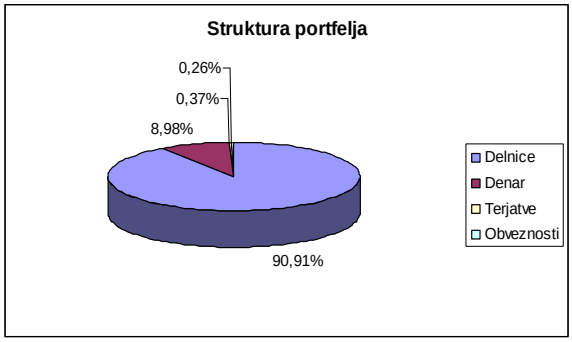
KD Balkan



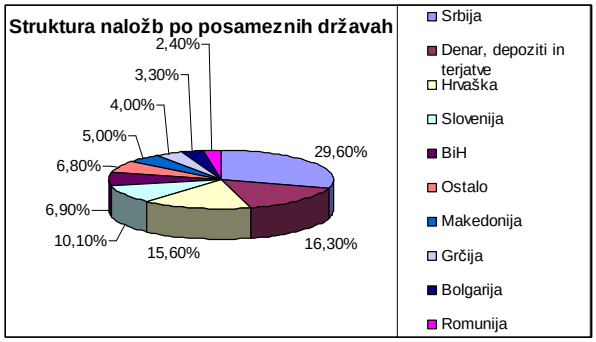


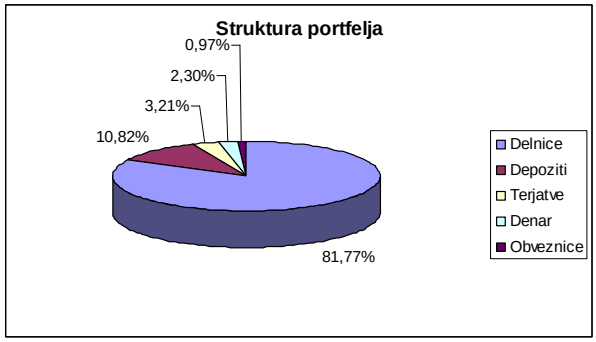
MP Balkan



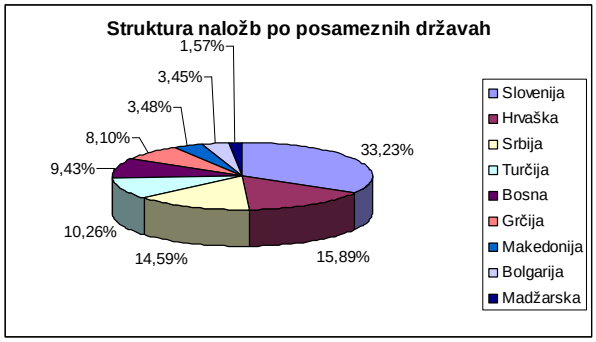


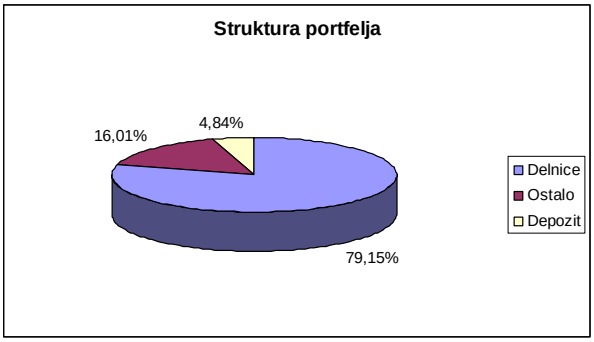
Publikum Balkan



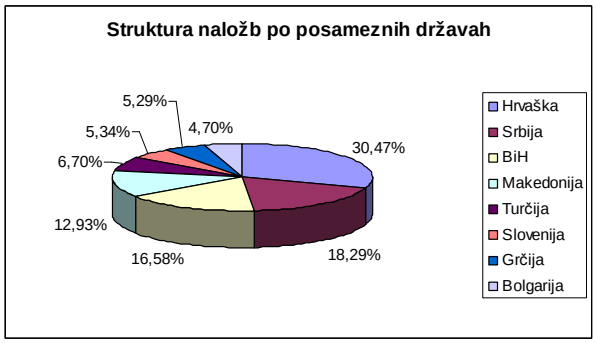


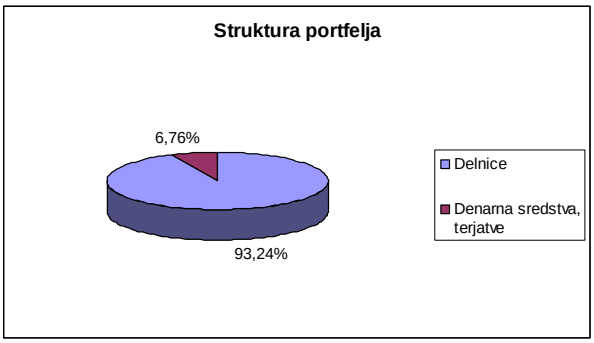
Triglav Balkan





NLB Zahodni Balkan





PRILOGA 3

Tabela 1: *Sestava indeksa SBI 20*

Naziv vred. papirja	Trg. oznaka	Št. delnic v indeksu	Delež v indeksu	Bazni tečaj
KRKA	KRKG	7.286.261	16,60%	16,25
PETROL	PETG	1.109.564	14,89%	120,41
TELEKOM SLOVENIJE	TLSG	1.806.046	10,59%	292,7
SAVA	SAVA	1.027.559	10,01%	83,57
MERCATOR	MELR	1.448.477	8,02%	24,46
NOVA KBM	KBMR	11.234.861	7,44%	40,69
PIVOVARNA LAŠKO	PILR	3.842.957	7,42%	27,19
GORENJE	GRVG	9.312.043	7,04%	10,23
LUKA KOPER	LKPG	4.138.622	5,62%	12,5
HELIOS, DOMŽALE	HDOG	115.888	3,37%	795,68
INTEREUROPA	IEKG	4.747.177	2,90%	21,69
AERODROM LJUBLJANA	AELG	1.081.836	2,20%	47,93
ISTRABENZ	ITBG	930.285	1,75%	14,61
LESNINA	MILG	30.487	1,23%	1.898,68
ŽITO	ZTOG	185.313	0,92%	213,00

Vir: *Ljubljanska borza. Lasten prikaz.*

PRILOGA 4

Družba za upravljanje Medvešek Pušnik je v svojem poročilu za junij 2008 podala pregled trgov, ki vlagajo v MP-BALKAN.SI:

Hrvaška

Hrvaški indeks Crobex je v juniju še dodatno izgubil vrednost. Glavni razlog za padec do približno 3.500 točk je irska zavrnitev Lizbonske pogodbe in nepreprič ljivi odzivi evropskih politikov na hrvaške skrbi, da bo zavrnitev zavrla njen pridružitveni proces EU-ju. Dogajanje na trgu so nekoliko popestrile. Špekulacije glede prevzema hrvaškega naftnega podjetja Ina. Spopad med OMV-jem in MOL-om glede prevzema le-tega se je prenesel na hrvaški kapitalski trg, saj sta podjetji izrazili namero za prevzem tega strateško izvrstno pozicioniranega podjetja. V primeru prevzemne ponudbe bi to predvsem pomenilo imenitno likvidnostno injekcijo tako za hrvaški kapitalski trg kot za kapitalske trge regije.

Bosna

Po podpisu sporazuma o stabilizaciji in pridruževanju Evropski uniji je bosanske analitike in medije preplavil val skepticizma in skrbi glede konkurenčnosti gospodarstva po postopni odpravi uvoznih carin. Zunanjetrgovinski primanjkljaj, ki je že tako ali tako velik, naj bi se še povečal in resno vplival na stabilnost države. Konec meseca je borzno dogajanje na Sarajevski borzi zaznamovala dokapitalizacija Bosnalijeka, ki se je pokazala v dvodnevnem desetodstotnem padcu in kar nekaj začudenih odzivih vlagateljev.

Srbija

Drama glede sestave nove srbske vlade je ves mesec ponujala dovolj za gostilniške debate in morebitne špekulacije, a beograjski indeks Belex 15 je mesec končal podobno, kot ga je tudi začel. Nekaj skrbi so vlagateljem povzročale ocene letne inflacije. Vsaj po našem mnenju ta v primeru sestave evropsko usmerjene vlade ne bo povzročala resnejših težav za proračun. Vlagatelji čakajo jasen znak, da bo politično dogajanje pozitivno vplivalo na neto tuje naložbe in posledično tudi na poslovanje podjetij. Likvidnost na trgu je, če izključimo blok posle, razmeroma majhna in je mogoče trditi, da se je manjša likvidnost na slovenski in hrvaški borzi prenesla tudi na beograjsko borzo.

Makedonija

Makedonija je pozornost tujcev pritegnila z volitvami in sporom glede imena z Grčijo, oboje je seveda neločljivo povezano. Zapišemo lahko, da so volilni izidi pozitivni, vnašajo določeno stabilnost v politični sistem in ponujajo lepo izhodišče za prekinitev spora z Grčijo ter posledično nadaljevanje procesa pridruževanja evro-atlantskim organizacijam. Kapitalski trg se je na politična dogajanja odzval pričakovano - s padcem tečajev in z zmanjšanim zanimanjem vlagateljev, vendar lahko pozitivni politični razpleti v regiji v kratkem obrnejo trend v drugo smer.

PRILOGA 5

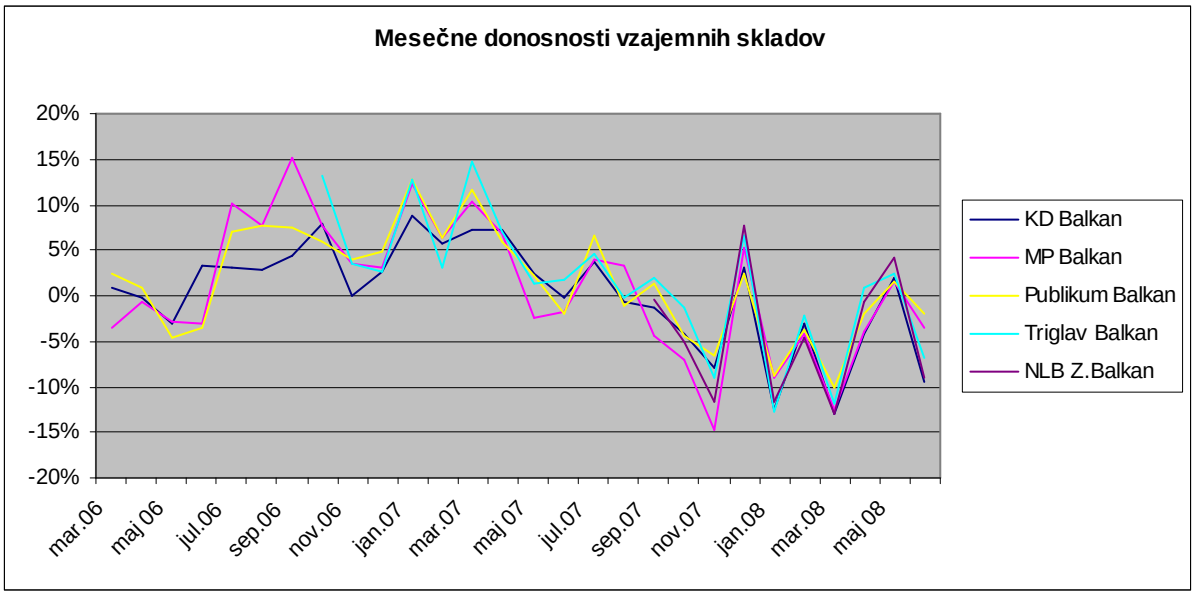
Tabela 2: *Povprečna mesečna donosnost vzajemnih skladov slovenskih upravljalcev, ki vlagajo na Balkan in povprečna mesečna donosnost indeksa SBI20*

Mesec	KD Balkan	MP Balkan	Publikun Balkan	Triglav Balkan	NLB Z.Balkan	SBI20
mar. 06	0,805%	-3,526%	2,511%			-2,40%
apr. 06	-0,200%	-0,752%	0,798%			10,80%
maj 06	-3,175%	-2,967%	-4,535%			2%
jun. 06	3,279%	-3,085%	-3,591%			1,47%
jul. 06	3,175%	10,058%	7,066%			3,91%
avg. 06	2,885%	7,611%	7,762%			3,01%
sep. 06	4,299%	15,114%	7,579%			2,79%
okt. 06	7,885%	7,729%	5,942%	13,189%		6,14%
nov. 06	0,000%	3,552%	4,008%	3,594%		2,02%
dec. 06	2,658%	3,127%	4,879%	2,653%		5,20%
jan. 07	8,738%	12,246%	12,793%	12,724%		13,71%
feb. 07	5,655%	6,271%	6,417%	2,998%		-2,48%
mar. 07	7,324%	10,247%	11,541%	14,726%		8,67%
apr. 07	7,218%	6,821%	5,880%	7,015%		13,56%
maj 07	2,326%	-2,477%	2,120%	1,255%		7,66%
jun. 07	-0,239%	-1,702%	-1,959%	1,653%		12,31%
jul. 07	3,717%	4,035%	6,548%	4,607%		8,33%
avg. 07	-0,694%	3,350%	-1,047%	-0,259%		7%
sep. 07	-1,281%	-4,324%	1,323%	1,948%	-0,400%	-1,22%
okt. 07	-4,245%	-6,951%	-4,470%	-1,401%	-5,020%	-3,50%
nov. 07	-8,005%	-14,751%	-6,501%	-8,915%	-11,628%	-4,75%
dec. 07	3,079%	5,312%	2,429%	6,525%	7,656%	2,29%
jan. 08	-12,468%	-9,107%	-8,685%	-12,783%	-11,556%	-9,93%
feb. 08	-3,116%	-4,210%	-3,677%	-2,290%	-4,523%	-1,95%
mar. 08	-13,017%	-12,572%	-10,160%	-11,875%	-12,895%	-13,58%
apr. 08	-4,225%	-4,003%	-2,037%	0,887%	-0,604%	-2,60%
maj 08	2,022%	1,438%	1,617%	2,460%	4,255%	-0,43%
jun. 08	-9,550%	-3,522%	-2,062%	-6,861%	-9,038%	-6,38%
POVPREČJE	**0,173%**	**0,820%**	**1,519%**	**1,517%**	**-4,375%**	**2,20%**

Vir: Lasten izračun, 2008.

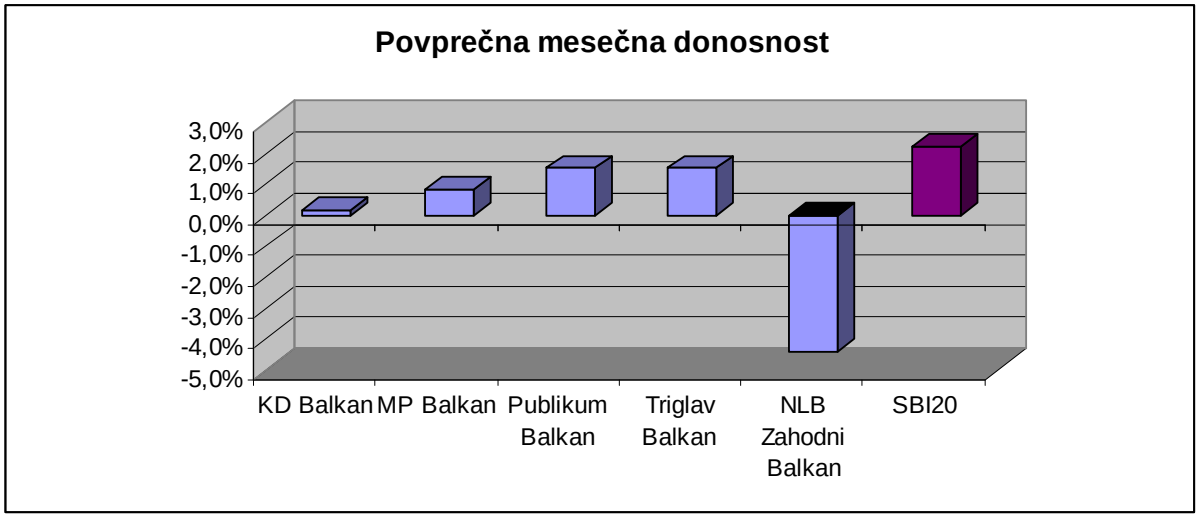
PRILOGA 6

***Slika 1**: Prikaz mesečne donosnosti vzajemnih skladov. Obdobje prvih treh skladov je od 1. 3. 2006, Triglav Balkana od 2. 10. 2006 ter NLB Zahodnega Balkana od 30. 8. 2007. Proučevano obdobje je do 30. 6. 2008.*



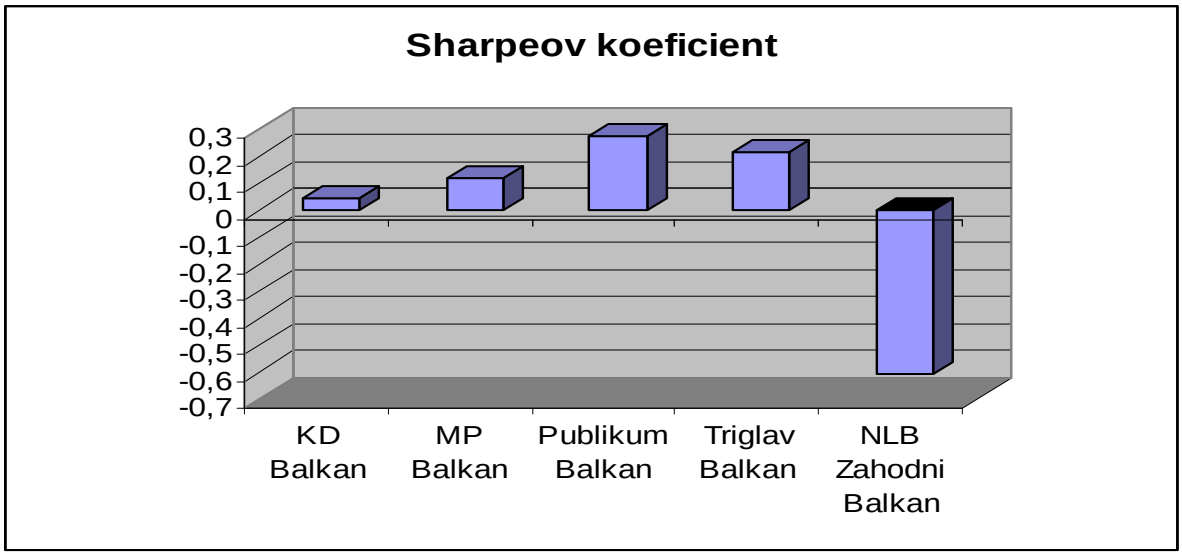
***Vir:** Lasten prikaz, 2008.*

***Slika 2**: Prikaz povprečne mesečne donosnosti vzajemnih skladov ter indeksa SBI20. Obdobje prvih treh skladov in indeksa je od 1. 3. 2006, Triglav Balkana od 2. 10. 2006 ter NLB Zahodnega Balkana od 30. 8. 2007. Proučevano obdobje je do 30. 6. 2008.*



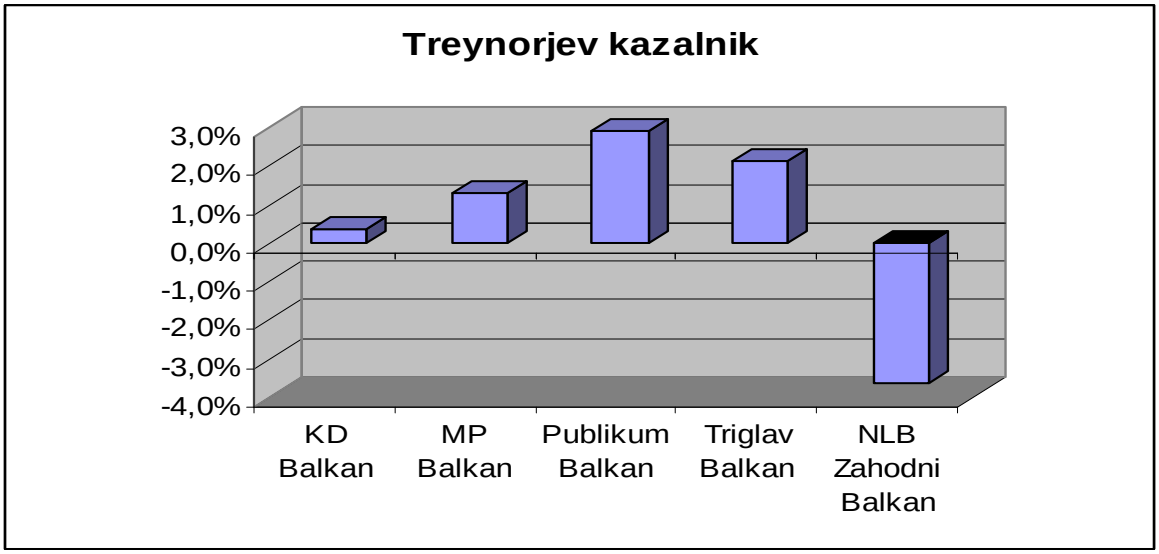
***Vir:** Lasten prikaz, 2008.*

***Slika 3**: Prikaz Sharpeovega koeficienta za posamezen vzajemen sklad iz povprečnih mesečnih donosnosti. Obdobje prvih treh skladov je od 1. 3. 2006, Triglav Balkana od 2. 10. 2006 ter NLB Zahodnega Balkana od 30. 8. 2007. Proučevano obdobje je do 30. 6. 2008.*



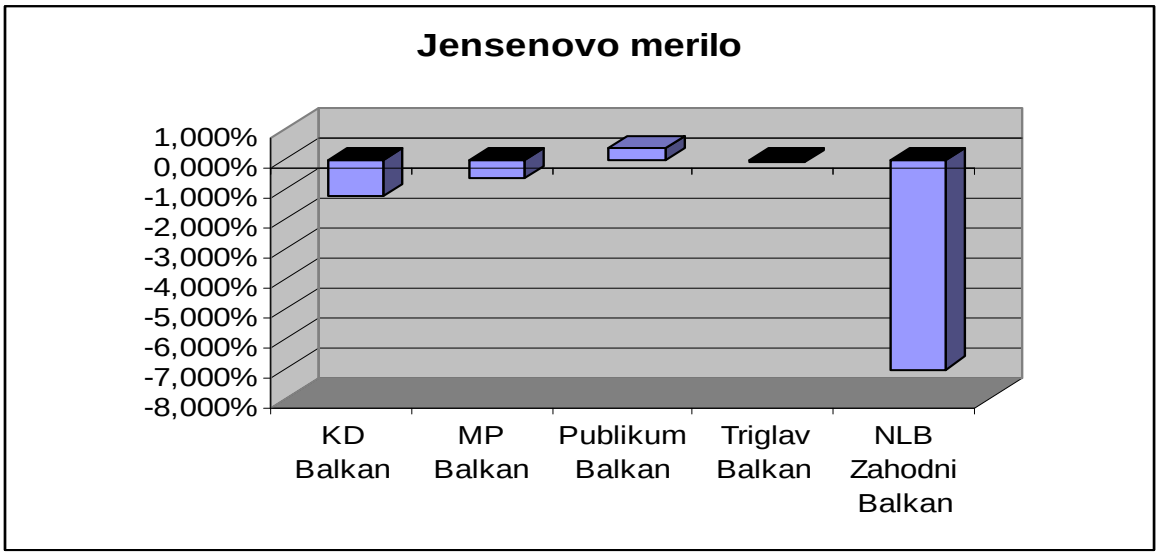
***Vir:** Lasten prikaz, 2008.*

***Slika 4**: Prikaz Treynorjevega koeficienta za posamezen vzajemen sklad iz povprečnih mesečnih donosnosti. Obdobje prvih treh skladov je od 1. 3. 2006, Triglav Balkana od 2. 10. 2006 ter NLB Zahodnega Balkana od 30. 8. 2007. Proučevano obdobje je do 30. 6. 2008.*



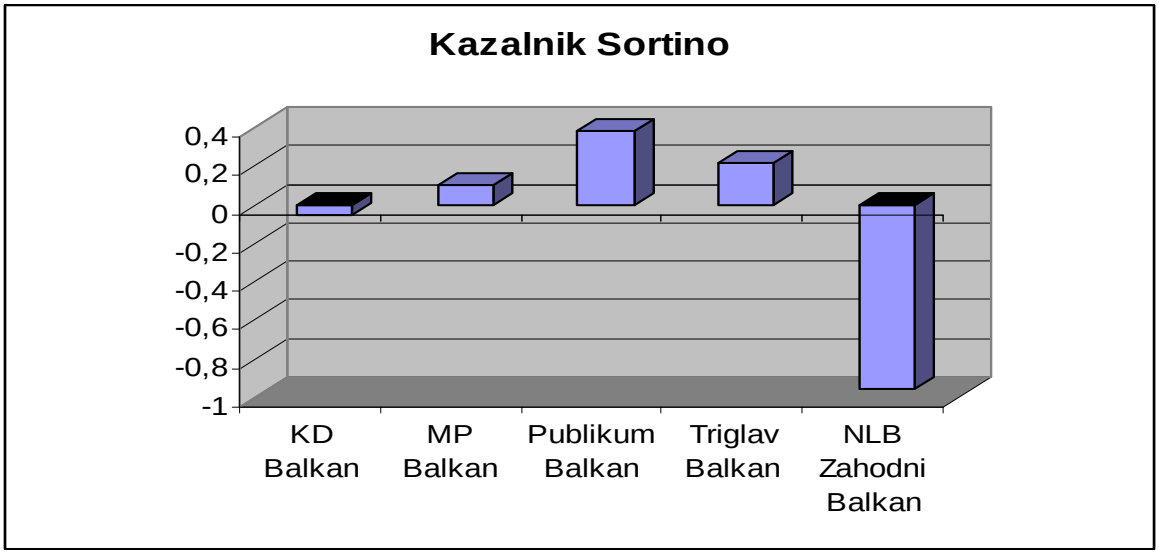
***Vir:** Lasten prikaz, 2008.*

***Slika 5**: Prikaz Jensenovega merila za posamezen vzajemen sklad iz povprečnih mesečnih donosnosti. Obdobje prvih treh skladov je od 1. 3. 2006, Triglav Balkana od 2. 10. 2006 ter NLB Zahodnega Balkana od 30. 8. 2007. Proučevano obdobje je do 30. 6. 2008.*



***Vir:** Lasten prikaz, 2008.*

***Slika 6**: Prikaz Kazalnika Sortino za posamezen vzajemen sklad iz povprečnih mesečnih donosnosti. Obdobje prvih treh skladov je od 1. 3. 2006, Triglav Balkana od 2. 10. 2006 ter NLB Zahodnega Balkana od 30. 8. 2007. Proučevano obdobje je do 30. 6. 2008.*



***Vir:** Lasten prikaz, 2008.*

PRILOGA 7

Tabela 3: *Merila uspešnosti vzajemnih skladov za celotno proučevano obdobje (letna donosnost)*

Vzajemni sklad	Povprečna letna donosnost	Standardni odklon	Beta	Sharpeov koeficient	Treynorjev koeficient	Jensenovo merilo	Kazalnik Sortino
KD Balkan	4,712%	34,223%	0,404	0,002	0,178%	-10,249%	0,001
MP Balkan	9,752%	34,847%	0,319	0,147	16,007%	-3,049%	0,157
Publikum Balkan	17,310%	35,138%	0,419	0,326	30,211%	1,953%	0,452
Triglav Balkan	14,077%	38,915%	0,497	0,243	18,989%	-3,262%	0,290
NLB Zahodni Balkan	-20,333%	14,614%	0,100	-1,709	-250,23%	-27,141%	-0,924

Vir: *Lastni izračuni, 2008.*