

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

DELNIŠKI VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI

Ljubljana, februar 2007

MITJA BAŠA

IZJAVA

Študent Mitja Baša izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Ivana Ribnikarja, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
1.1 OPREDELITEV NAMENA, CILJEV IN STRUKTURE DELA	2
1.2 METODE DELA	2
2. PREDSTAVITEV VZAJEMNIH SKLADOV	3
2.1 KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV	5
2.1.1 DELNIŠKI VZAJEMNI SKLADI	6
2.1.2 OBVEZNIŠKI VZAJEMNI SKLADI	7
2.1.3 MEŠANI VZAJEMNI SKLADI	8
2.1.4 VZAJEMNI SKLADI KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV	9
2.2 RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	9
2.3 ZAKONSKA UREDITEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	12
2.4 DAVČNI VIDIK INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE	18
2.5 PREDNOSTI IN SLABOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE	20
3. ANALIZA DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	22
3.1 TRŽNI DELEŽI DRUŽB ZA UPRAVLJANJE	24
3.1.1 SREDSTVA V UPRAVLJANJU	25
3.1.2 TRŽNI DELEŽI NAJVEČJIH SLOVENSКИH DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV	26
3.2 DINAMIKA NALOŽB V DELNIŠKE VZAJEMNE SKLADE	26
3.3 STRUKTURA NALOŽB DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV	28
3.4 PRIMERJAVA PROVIZIJ IN STROŠKOV UPRAVLJANJA	28
3.5 PREGLED DONOSNOSTI DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV	32
4. UPRAVLJANJE DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV	34
4.1. DOLOČITEV NALOŽBENE POLITIKE	35
4.2 ANALIZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	40
4.3 OBLIKOVANJE PORTFELJA	45
4.3.1 FAZA IZBORA DELNICE	47
4.3.2 GLAVNI TEMELJNI KRITERJI IZBORA DELNIC	50
4.3.3 STRATEŠKA ALOKACIJA PREMOŽENJA	55
4.3.4 TAKTIČNA ALOKACIJA PREMOŽENJA	63
4.4 REVIZIJA PORTFELJA	69
5. ANALIZA USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA VZAJEMNIH SKLADOV	70
5.1 SHARPOVO MERILO USPEŠNOSTI	70
5.2 TREYNORJEVO MERILO USPEŠNOSTI	71
5.3 JENSENOVO MERILO USPEŠNOSTI	73
5.4 APPRAISAL RATIO - CENITVENI KOEFICIENT USPEŠNOSTI	73
5.5 M ² MERILO USPEŠNOSTI	74

6. SKLEP	75
LITERATURA	76
VIRI	79

KAZALO SLIK

Slika 1: Organizacijska struktura vzajemnega sklada	4
Slika 2: Gibanje skupnega števila vlagateljev v vzajemnih skladih po posameznih letih v obdobju od 31.12.1998 do 31.12.2005	10
Slika 3: Čista vrednost sredstev vseh skladov od konca leta 1997 do 2005 (v mio SIT)	11
Slika 4: Tržni deleži slovenskih družb za upravljanje na dan 20.9.2006	24
Slika 5: Tržni deleži tujih družb za upravljanje na dan 30.6.2006	25
Slika 6: Sredstva v upravljanju slovenskih družb za upravljanje (v mio SIT)	25
Slika 7: Tržni deleži največjih slovenskih delniških vzajemnih skladov	26
Slika 8: Dinamika naložb v delniške vzajemne sklade od konca leta 1999 do konca leta 2005 (v mio SIT)	27
Slika 9: Gibanje denarnega toka po vrstah skladov v letošnjem letu	27
Slika 10: Primerjava strukture naložb delniških vzajemnih skladov med avgustom 2005 in avgustom 2006	28
Slika 11: Oblikovanje portfelja po pristopu od zgoraj navzdol	47
Slika 12: Premica alokacije sredstev	57
Slika 13: Tveganje portfelja in diverzifikacija	59
Slika 14: Meja najnižje variance tveganih naložb	59
Slika 15: Premica alokacije sredstev (CAL) z različnimi portfelji iz učinkovite meje	60
Slika 16: Prikaz optimalne strukture celotnega portfelja	61
Slika 17: Prikaz gibanja gospodarskega in borznega cikla ter povezava s panogami	66

KAZALO TABEL

Tabela 1: Primerjava provizij in stroškov upravljanja slovenskih delniških vzajemnih skladov ..	30
Tabela 2: Primerjava provizij in stroškov upravljanja med posameznimi vrstami skladov	32
Tabela 3: Donosnost slovenskih delniških vzajemnih skladov na dan 9.10.2006	32
Tabela 4: Gospodarski cikel ter prehitevanje oz. zaostajanje finančnih trgov	68

1. UVOD

Danes je že jasno, da postajajo vzajemni skladi v Sloveniji med najbolj priljubljenimi oblikami varčevanja, tako kot to že dolgo časa velja za najrazvitejše ekonomije. Obdobje, ko je zgolj peščica redkih (premožnejših) posameznikov svoje prihranke raje kot v manj donosne bančne depozite investirala v vzajemne sklade, je torej za nami. Ko se investitorji odločajo za vlaganje v investicijske sklade, se poraja naslednje vprašanje in sicer v katero vrsto skladov naj vložijo, saj vsaj v grobem ločimo med delniškimi, mešanimi, obvezniškimi in denarnimi skladi. Med vsemi temi pa so prav delniški tisti, ki med vsemi vrstami pritegnejo največ varčevalcev. Razlog gre najbrž v prvi vrsti iskati v tem, da vlagatelju prinašajo največjo donosnost, kar je tudi empirično dokazano, vendar pa je s tem povezano tudi večje tveganje. Drugi razlog je lahko v tem, da je delniških skladov največ na izbiro. Ker so torej delniški skladi med vsemi najbolj aktualni in tudi varčevanje v njih, jih bom skušal na primeru Slovenije bolj podrobno predstaviti.

Pojav vzajemnih skladov v Sloveniji ni od včeraj, je pa dejavnost upravljanja vzajemnih skladov v Sloveniji dobila neko novo dimenzijo s tem, ko je Slovenija postala članica Evropske unije, s tem, ko se je spremenila zakonodaja iz tega področja, in z vstopom tuje konkurence na naš kapitalski trg. Vzajemni skladi v Sloveniji so v fazi razcveta in rasti in imajo še ogromno potenciala za nadaljnjo rast, saj na primer znašajo sredstva v upravljanju v vzajemnih skladih na prebivalca okrog 1.000 evrov, v razvitih država Evropske unije in ZDA pa močno zaostajamo. Za primerjavo znašajo sredstva v vzajemnih skladih v Nemčiji 4.000 evrov na prebivalca, v Veliki Britaniji 7.000 evrov na prebivalca, v Avstriji 13.000 evrov in v ZDA skoraj 30.000 evrov na prebivalca. Zagotovo ima velik vpliv na višino sredstev v vzajemnih skladih razvitost gospodarskega in finančnega sistema, kar vključuje, kdo so igralci na trgu, kakšna je zakonodaja in druge omejitve, kakšno je okolje, kako se razvija finančni sistem, in kakšno je zaupanje v vzajemne sklade.

Pri vlaganju v vzajemne sklade, je potrebno, da se investitor zaveda dolgoročnosti naložbe. Študije, ki so jih opravili na zgodovinskih podatkih, nam kažejo, da daljša kot je doba investiranja, manjša je verjetnost, da bodo investitorji realizirali izgubo. Študije tudi kažejo, da daljši kot je horizont investiranja, v večji delež tvegane naložbe je priporočljivo, da investitor nalaga (Klos, 2004, str. 167). Vse prevečkrat se ljudje obnašajo čredno, kar pomeni, da se zgledujejo po drugih. Ko trg raste in raste vrednost enote premoženja vzajemnega sklada, ljudje pogosto vlagajo v vzajemne sklade, dokler le-ti rastejo, obratno velja, ko trg pada. Tu gre tudi za čustveno komponento vlaganja, ki je špekulativnega značaja, torej s ciljem čim hitreje zaslužiti, vendar je ta miselnost oz. način vlaganja v vzajemne sklade popolnoma zgrešen.

Velikemu povpraševanju po delniških skladih, ki smo mu priča v zadnjem času, se hitro prilagajajo tudi ponudniki oz. družbe za upravljanje, predvsem z lansiranjem novih skladov, ki so ozko usmerjeni. Gre za tako imenovane specializirane delniške sklade, ki pogosto privabljajo vlagatelje s svojo specialno naložbeno oz. investicijsko politiko, kateri dajejo podporo zelo dobri pričakovani donosi. Predvsem so specializirani delniški skladi usmerjeni na določene panoge,

kot so energija, farmacija, materiali, lahko pa tudi geografsko, kot na primer Vzhodno Evropo, Balkan, Azijo, itd.

Med vzajemnimi skladi, ki se tržijo na slovenskem finančnem trgu, obstajajo velike razlike, tako glede tveganja kot donosnosti, zato izbira pravega sklada za posameznega investitorja ni lahek zalogaj. Večina investitorjev poišče nasvet pri svetovalcih oz. direktno pri družbah za upravljanje, ki ponujajo različne vrste vzajemnih skladov. Zagotovo pa je ena od velikih napak investitorjev ta, da se odločajo na podlagi pretekle uspešnosti. Treba je namreč vedeti, da pretekli donosi niso garancija za prihodnje donose. Investitor naj pri izbiri sklada največ pozornosti nameni investicijski politiki in ciljem sklada.

1.1 OPREDELITEV NAMENA, CILJEV IN STRUKTURE DELA

Namen magistrskega dela je na splošno spoznati in predstaviti vzajemne sklade, predvsem s poudarkom na analizi delniških vzajemnih skladov v Sloveniji. Prav tako je namen predstaviti upravljanje delniških vzajemnih skladov in načine, kako se meri uspešnost upravljanja vzajemnih skladov.

Cilj magistrskega dela je najprej analizirati delniške vzajemne sklade v Sloveniji s poudarkom na strukturi naložb, primerjavi provizij in stroškov upravljanja, primerjavi donosnosti in tržnih deležev. Prav tako je cilj dela predstaviti tiste strategije upravljanja delniških vzajemnih skladov, ki jih največkrat uporabljajo slovenski upravljavci skladov, in analizirati različna najbolj uporabljena merila za ugotavljanje uspešnosti upravljanja delniškega vzajemnega sklada.

Magistrsko delo sem razdelil na štiri poglavja. Najprej bom predstavil različne oblike vzajemnih skladov, razvoj vzajemnih skladov v Sloveniji ter v povezavi s tem zakonsko in davčno ureditev vzajemnih skladov. V drugem poglavju bom naredil analizo delniških vzajemnih skladov v Sloveniji, s poudarkom na tržnih deležih, sredstvih v upravljanju, dinamiki in strukturi naložb, primerjavi provizij in stroškov upravljanja ter primerjavi donosnosti delniških vzajemnih skladov. V naslednjem poglavju bom obravnaval upravljanje delniških vzajemnih skladov. Podrobno bom opisal, kako v praksi najbolj pogosto poteka upravljanje delniških skladov. V zadnjem poglavju bom predstavil različne v svetu najbolj pogosto uporabljene metode, s katerimi merimo uspešnost upravljanja vzajemnih skladov.

1.2 METODE DELA

Pri nastajanju magistrskega dela se bom pretežno poslužil metode dela, ki temelji na splošni ekonomski teoriji iz področja, ki ga zajema magistrsko delo. Predvsem s pomočjo teoretičnih znanj bom poizkušal poiskati rešitve za zastavljene probleme. V magistrskem delu bom uporabil naslednje metode:

- metodo deskripcije, kjer bom opisoval dejstva, procese in pojave ter njihova empirična potrjevanja odnosov, vendar brez znanstvenega pojasnjevanja;

- komparativno metodo, ki pomeni postopek primerjanja dejstev, pojavov, procesov in odnosov, s katerimi ugotavljamo podobnosti in razlike med njimi in tako pridemo do raznih sklepov;
- metodo kompilacije, kjer bom povzel spoznanja, stališča in sklepe tujih in domačih avtorjev in jih ustrezno citiral;
- zgodovinsko metodo.

Pri nastanku dela se bom naslonil na strokovno literaturo tujih in domačih avtorjev, ki so objavili knjige, članke in prispevke z najnovejšimi teoretičnimi spoznanji s področja vzajemnih skladov. V svojo nalogo bom poskušal čimbolj implementirati tista teoretična spoznanja, ki so se najbolj uveljavila tudi v praksi.

2. PREDSTAVITEV VZAJEMNIH SKLADOV

Vzajemni skladi so tako imenovani odprti investicijski skladi, ki niso pravne osebe, v katerih je združeno premoženje večjega števila lastnikov – vlagateljev. Vzajemni sklad po definiciji ZISDU-1 (ZISDU-1, 2002) ni niti pravna niti fizična oseba, ampak je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb ter je v lasti le-teh oseb. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enote, ki jih imenujemo točke oz. investicijske kupone. Investicijski kuponi¹ se glasijo na določeno število točk vzajemnega sklada oz. enot premoženja in predstavljajo pasivo sklada. Vrednost enote premoženja (VEP) vzajemnega sklada se izračunava dnevno in je javno objavljena v medijih. VEP se izračuna tako, da se skupna čista vrednost sredstev vzajemnega sklada deli s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku (Mramor, 2000, str.100). Čisto vrednost sredstev sklada izračunamo tako, da od tržne vrednosti sredstev odštejemo obveznosti sklada. Sredstva vzajemnega sklada predstavljajo naložbe, ki se nahajajo v premoženju sklada (gotovina, kratkoročni vrednostni papirji, dolgoročni vrednostni papirji, posojila, depoziti in terjatve), medtem ko se med obveznosti štejejo obveznosti od nakupa investicijskih kuponov in vrednostnih papirjev, obveznosti do družbe za upravljanje, obveznosti za plačilo davkov in druge (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 175-176). Vzajemni skladi, ki jih upravljajo profesionalni upravljavci, zbirajo sredstva in jih naprej investirajo v različne naložbene razrede (Madura, 2006, str. 398). Zanimivi so predvsem za investitorje, ki imajo omejena sredstva, in želijo investirati tako, da bi čim bolj razpršili svoje premoženje in s tem dodatno zmanjšali tveganje. Industrija vzajemnih skladov se je na razvitih trgih zelo razširila po letu 1980 predvsem na račun velike rasti delniškega trga (Mishkin, 1997, str. 345).

¹ Investicijski kupon je po ZISDU-1 imenski vrednostni papir, ki je lahko prenosljiv, katerega izdajatelj je družba za upravljanje, ki se glasi na eno ali več enot premoženja vzajemnega sklada in ki daje imetniku investicijskega kupona pravico od družbe za upravljanje zahtevati izplačilo vrednosti enot premoženja vzajemnega sklada, na katere se glasi investicijski kupon, pravico do izplačila sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru likvidacije vzajemnega sklada in pravico do izplačila sorazmernega dela čistega donosa od naložb vzajemnega sklada, če pravila upravljanja vzajemnega sklada tako določajo, in se lahko vplača samo v denarju. Pravila upravljanja vzajemnega sklada pa določajo predvsem ime vzajemnega sklada, firmo in sedež družbe za upravljanje, investicijsko politiko, višino in vrsto provizij družbi za upravljanje, način obveščanja javnosti o poslovanju vzajemnega sklada, postopek izdaje in vplačil investicijskih kuponov ter postopek in način izplačila čistega dobička vzajemnega sklada (Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov, 2006).

Ker za vzajemne sklade velja, da so odprti skladi, to pomeni, da velikost vzajemnega sklada ni fiksno določena, ampak se preko vplačil in izplačil dnevno spreminja. Investitorji lahko vanj kadarkoli vplačujejo in tako kupijo investicijske kupone, po drugi strani pa lahko prav tako prodajajo investicijske kupone nazaj skladu in na razmeroma hiter in enostaven način pridejo spet do denarja. Z zbranim denarjem, ki ga investitorji vplačajo v sklad, upravljavci sklada na trgu kapitala skladno z investicijsko politiko kupujejo različne vrednostne papirje. Na ta način se oblikuje struktura naložb vzajemnega sklada (aktiva), kar imenujemo z eno besedo tudi portfelj vzajemnega sklada.

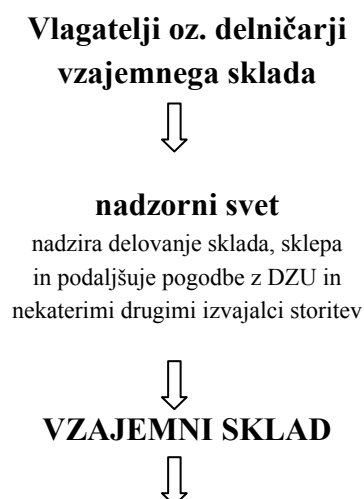
Investicijski kuponi so po novem zakonu ZISDU-1 prenosljivi in lahko kotirajo na borzi, vplačati pa jih je možno samo v denarju. Družba za upravljanje se zaveže, da bo imetniku investicijskega kupona izplačala:

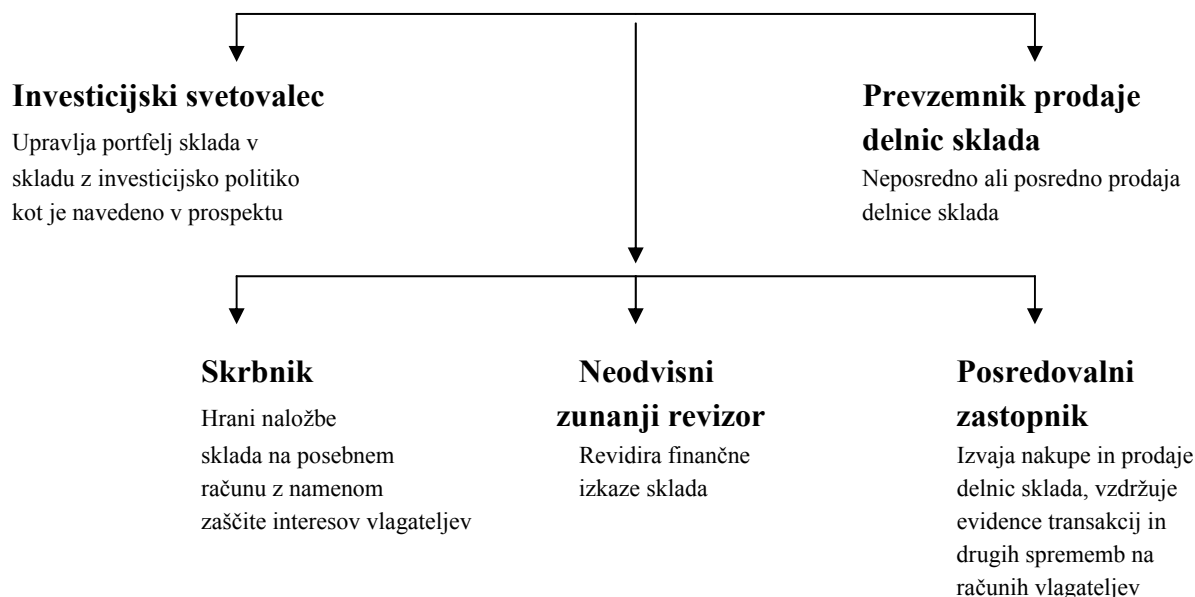
- sorazmerni del čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada,
- sorazmerni del vrednosti sredstev vzajemnega sklada v primeru likvidacije le-tega,
- vrednost investicijskega kupona na zahtevo imetnika kupona.

Vzajemni sklad lahko ustanovi smo družba za upravljanje (DZU), ki mora pridobiti dovoljenje nadzornega organa, to je Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP). Ustanovitev sklada poteka po korakih in sicer se naprej sprejmejo pravila upravljanja vzajemnega sklada, sledi sklenitev pogodbe s skrbnikom za opravljanje skrbniških storitev, pridobitev dovoljenja ATVP za upravljanje skladov, vplačilo in izdaja investicijskih kuponov, investiranje denarnih sredstev iz naslova vplačil v investicijske kupone in oblikovanje portfelja sklada ter izplačila za odkupljene investicijske kupone (ZISDU-1, 2002).

Vse subjekte, ki so udeleženi v poslovanju vzajemnega sklada, skupaj s kratkim opisom posameznih funkcij povzemam v naslednji sliki.

Slika 1: Organizacijska struktura vzajemnega sklada





Vir: A Guide to Understanding Mutual Funds, 2000, str. 16.

2.1 KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV

Vsak vzajemni sklad je oblikovan za določen ciljen segment potencialnih vlagateljev, ki so si podobni v tem, da imajo podobne preference, želje, finančne cilje in podobno nagnjenost k tveganju. Zaradi prilaganja različnim potrebam in preferencam vlagateljev se je razvila vrsta vzajemnih skladov, ki so osredotočeni na izpolnjevanje in zadovoljitev potreb vlagateljev. Tako imamo na eni strani sklade z višjim tveganjem in temu primerno višjim pričakovanim donosom, na drugi strani pa bolj konzervativne sklade z nizkim tveganjem in pričakovanim donosom, ki je le malo nad donosi bančnih depozitov. Na podlagi donosa in tveganja razdelimo vzajemne sklade v tri skupine (Rugg, 1986, str. 56):

1. skladi agresivne rasti (aggressive growth funds) – sredstva investirajo v visoko tvegane vrednostne papirje, ki imajo visoko pričakovano donosnost,
2. skladi zmernе rasti (moderate growth funds) – sredstva investirajo v manj rizične vrednostne papirje, s katerimi dosegajo neko srednjo stopnjo donosa,
3. skladi zadržane rasti (conservative growth funds) – sredstva investirajo v nizko tvegane (varne) vrednostne papirje, ki imajo nizko pričakovano stopnjo donosa.

Za najbolj razširjeno in hkrati najenostavnejšo delitev vzajemnih skladov velja delitev glede na vrsto vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v premoženju oz. investicijsko politiko vzajemnega sklada (Fredman, 1993, str. 23-54):

1. lastniški ali delniški vzajemni skladi (equity mutual funds)
2. dolžniški ali obvezniški vzajemni skladi (bond mutual funds)
3. mešani vzajemni skladi (hybrid mutual funds)
4. vzajemni sklad kratkoročnih vrednostnih papirjev oz. skladi denarnega trga (money market mutual funds).

Vzajemni skladi se ločijo tudi po tem, kako financirajo upravljanje premoženja (Mramor, 2000, str. 89-93):

1. skladi s provizijo² (load funds),
2. skladi brez provizije (no-load funds)

Če pogledamo aktivno stran bilance stanja vzajemnega sklada, se skladi med seboj razlikujejo glede na pogostost sprememb njihovega premoženja (Strajnar, 2004, str. 17):

- a) skladi, ki so aktivno upravljani,
- b) skladi, za katere je značilno, da ohranjajo svoje premoženje daljše časovno obdobje nespremenjeno,
- c) skladi, katerih premoženje je fiksirano in se v času poslovanja ne spreminja.

Glede na sestavo naložb in s tem povezano tveganje in na drugi strani pričakovano donosnost lahko slovenske vzajemne sklade razdelimo v pet osnovnih skupin:

- a) Agresivni delniški skladi: več kot 75% naložb v delnicah,
- b) Zmerno agresivni delniški skladi: 60-75% naložb v delnicah,
- c) Konzervativni delniški skladi: 45-60% naložb v delnicah,
- d) Mešani skladi: nobena od naložbenih skupin ne prevlada,
- e) Obvezniški skladi: večina naložb je v obveznicah.

2.1.1 DELNIŠKI VZAJEMNI SKLADI

Za delniške vzajemne sklade je značilno, da investirajo zbrana denarna sredstva vlagateljev pretežno (vsaj 75% ali več) v lastniške vrednostne papirje oz. delnice. Delniški trg je precej tvegan, zato se investitorji pri investiranju v delniške vzajemne sklade izpostavljajo višjemu tveganju kot na primer pri naložbah v mešane oz. obvezniške sklade. Seveda pa so za to tveganje nagrajeni s pričakovanimi višjimi stopnjami donosa. Tudi znotraj delniških skladov so se izoblikovale nove podvrste skladov, ki glede na investicijsko politiko nalagajo v različno tvegane razrede delnic in prinašajo različno donosnost. Tako ločimo dve glavni skupini, in sicer splošne delniške sklade in druge delniško orientirane sklade. Med splošne delniške sklade spadajo (Fredman, 1993, str. 23-54):

- skladi agresivne rasti – investicijska politika je naravnana tako, da skuša doseči čim večjo rast vrednosti kapitala, zato te sklade imenujemo tudi sklade maksimalnega dobička. Ti skladi so eni izmed najbolj tveganih, hkrati pa omogočajo vlagateljem doseganje visokih oz. nadpovprečnih donosov,
- skladi malih podjetij – investicijska politika te vrste skladov je zelo podobna politiki skladov agresivne rasti, razlikuje se le v tem, da so tu naložbe bolj konzervativne. Sredstva investirajo v majhna in ozko (branžno) usmerjena podjetja z velikim potencialom rasti,
- skladi rasti – ti skladi so manj tvegani od obeh prejšnjih skupin, vendar se zanje še vedno pričakuje nadpovprečna rast. Skladi rasti investirajo v večja uveljavljena podjetja, ki imajo možnost hitrega razvoja in katerih delnice so na trgu podcenjene. Po razlagi, ki jo navaja

² Za to vrsto skladov je značilno, da investitor plača provizijo pri vstopu ali izstopu iz sklada ali oboje.

Investment Company Institute, je za sklade rasti značilno, da investirajo v delnice dobro stoječih podjetij, katerih primarni cilj je oplemenititi premoženje predvsem skozi kapitalske dobičke in manj skozi dividende (Brown, Goetzmann, 1997, str. 374),

- skladi rasti in dobička – investirajo v dobro stoječa podjetja, za katera se pričakuje, da bodo v prihodnosti prinašala visoke kapitalske dobičke. Investitorji pričakujejo konstanten pritek dohodka in relativno visoke donose pri manjšem tveganju,
- lastniško-dobičkovni skladi – izmed vseh splošnih skladov je tveganje pri tovrstnih skladih najmanjše in posledično tudi pričakovani donos najmanjši. Sklad investira v kvalitetna, javna, industrijska in finančna podjetja, katerega cilj je še vedno doseganje nadpovprečnih donosov.

Med druge delniško orientirane sklade pa sodijo (Fredman, 1993, str. 23-54):

- specializirani skladi – naložbe teh vrst skladov so usmerjene na posamezno geografsko področje, posamezno panogo ali v posamezne finančne instrumente. Naložbe teh skladov so bistveno bolj tvegane kot pri ostalih podobnih skladih, saj obstaja precejšnja možnost velikih in nenadnih sprememb,
- sektorski skladi – usmerjeni so na določeno gospodarsko panogo oz. sektor na kapitalskem trgu. Tveganje je nekoliko višje, ker ne upoštevajo sektorske diverzifikacije,
- indeksni skladi – svoja sredstva vlagajo v vrednostne papirje, ki sestavljajo določen indeks, katerega želi sklad posnemati. Prednost teh skladov je v nižjih stroških upravljanja, saj ti skladi niso aktivno upravljani. Donosi in tveganje teh skladov je primerljivo z donosi na trgu,
- mednarodni skladi – investicijska politika teh skladov je usmerjena pretežno na tuje trge kapitala, premoženje oz. naložbe skladov so zelo diverzificirane, kar pomeni, da je tveganje glede na pričakovani donos manjše, vendar po drugi strani nosijo ti skladi državno, tečajno in likvidnostno tveganje.

2.1.2 OBVEZNIŠKI VZAJEMNI SKLADI

Glede na investicijsko politiko in naravo vlaganja imajo obvezniški vzajemni skladi svojo aktivo investirano večinoma v dolžniške vrednostne papirje bodisi držav, podjetij ali drugih institucij. Za te sklade je značilno, da predstavljajo obresti pretežni del dohodkov sklada, in so kapitalski dobički manjšega pomena. Tako so obvezniški skladi nizko tvegani in s tem manj donosni, vendar s stabilnim virom dohodkov. Na mednarodnih trgih je pomembno vprašanje, ki se poraja investitorju, obdavčitev obvezniških vzajemnih skladov, in jih lahko glede na ta kriterij delimo na obdavčene in ne obdavčene (Fredman, 1993, str. 23-54). Med obdavčene spadajo:

- skladi državnih obveznic – investirajo pretežno v državne obveznice, v manjši meri pa v hipotekarne obveznice in obveznice agencij, ki so v državni lasti. Pri teh vrstah obveznic je stopnja tveganja najnižja, saj za plačilo jamči država, ki je prvovrsten plačnik, vendar je tudi donos med najnižjimi,
- skladi podjetniških obveznic – večinoma investirajo v podjetniške obveznice, ostalo pa v državne obveznice. Skladi se ločijo po tem, v kako donosne oz. kako tvegane podjetniške obveznice investirajo svoje premoženje,

- skladi z rokom dospelosti – ti skladi investirajo večino svojega premoženja v brezkuponske obveznice, ki torej ne prinašajo obresti, ampak kotirajo z diskontom, s časom pa se cena povečuje in se približuje nominalni ceni, investitor pa realizira kapitalne dobičke,
- skladi hipotekarnih obveznic – sklad ima premoženje naloženo v obveznice, ki so zavarovane s hipoteko na nepremičninah in imajo dvojno jamstvo in sicer za pravočasnost plačila ter za primer bankrota,
- mednarodni skladi obveznic – sredstva vlagajo na mednarodni trg obveznic in sicer večinoma v državne in podjetniške obveznice. Sklad ima za cilj stabilni tok dohodka v obliki obresti iz kuponov ter ustvariti čim višje kapitalne dobičke.

Med neobdavčene sklade obveznic spadajo:

- nacionalni skladi občinskih obveznic – značilni so predvsem za ameriški trg, kjer investirajo v občinske obveznice v različnih zveznih državah, ki so proste plačila davka, poleg tega pa ti skladi dosežejo tudi veliko geografsko razpršenost,
- skladi občinskih obveznic – zaenkrat se večinoma pojavljajo na ameriškem trgu, vendar za razliko od nacionalnih investirajo le v občinske obveznice ene same zvezne države. Tako je za te sklade značilna manjša geografska razpršenost in torej večje tveganje kot pri nacionalnih skladih, vendar so investitorji iz te države oproščeni plačila državnega, zveznega in tudi lokalnega davka iz naslova kuponov obresti,
- skladi visoko donosnih obveznic – zaradi visokih donosov, ki jih ti skladi prinašajo, investirajo pretežno v obveznice slabše kakovosti, v praksi jih večkrat imenujejo tudi »junk«³ skladi. Značilnost te vrste skladov so visoke kuponске obresti, daljši rok do dospelosti in za obveznice zelo visoka stopnja tveganja.

2.1.3 MEŠANI VZAJEMNI SKLADI

Med mešane vzajemne sklade uvrščamo tiste sklade, ki imajo svojo investicijsko politiko naravnano tako, da vlagajo svoje premoženje tako v delnice kot tudi v obveznice in kratkoročne vrednostne papirje. Premoženje mešanega sklada je dobro diverzificirano in se od vseh vrst skladov še najbolj približa tržnemu premoženju. Med mešane vzajemne sklade se tako uvrščajo (Fredman, 1993, str. 23-54):

- uravnoteženi skladi – za te sklade je značilno, da se njihova struktura naložb skorajda ne spreminja, razmerje med delnicami in obveznicami pa je običajno tri proti dva. Premoženje uravnoteženega sklada je sestavljeno iz državnih in visoko kakovostnih podjetniških obveznic ter delnic podjetij,
- zamenljivi skladi – premoženje investirajo v zamenljive vrednostne papirje, to je v prednostne delnice in zamenljive obveznice⁴,

³ V angleškem prevodu pomenijo »junk« skladi »slabše blago«. Investirajo v visoko donosne obveznice, ki so večkrat brez investicijskega ratinga, ki ga izdela katera od priznanih mednarodnih ocenjevalnih agencij (Moody, Standard&Poor's, Fitch), oz. z oceno, ki je zelo nizko na ocenjevalni lestvici. To pomeni, da je verjetnost, da bo izdajatelj obveznic ob zapadlosti poravnal obveznosti iz naslova kupona in ob zapadlosti glavnico majhna. Verjetnost neizpolnitve obveznosti namreč eksponentno narašča s padanjem njihove kreditne ocene.

⁴ To so vrsta obveznic, ki jih je mogoče, če so za to izpolnjeni pogoji, zamenjati za navadne delnice.

- skladi alokacije sredstev – glede na investicijsko politiko ti skladi investirajo v delnice in obveznice ter še v druga sredstva, ki so po svoji likvidnosti dober ekvivalent denarju. Razmerje med različnimi vrstami naložb, ki je lahko stalno ali pa se po potrebi spreminja, določi ustanovitelj sklada,
- družine skladov – ta vrsta skladov ima za cilj investirati v druge vzajemne sklade, z različnimi investicijskimi politikami. Ti skladi so zelo dobro razpršeni in imajo stabilne donose ob nizkem tveganju.

2.1.4 VZAJEMNI SKLADI KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev oz. skladi denarnega trga⁵ so namenjeni kratkoročnemu investiranju, saj glede na investicijsko politiko nalagajo svoje premoženje v kratkoročne vrednostne papirje kot so depoziti do enega leta, bančni akcepti, potrdila o vlogi, zakladne menice, komercialni zapisi podjetij in druge instrumente denarnega trga (Ribnikar, 1998, str. 51). Naložbe v denarne sklade so zelo likvidne in nizko tvegane, prav tako so pričakovani donosi nizki (Madura, 1998, str. 642). Glede na davčni vidik jih ločimo na (Fredman, 1993, str. 23-54):

- obdavčeni skladi – sem spadajo predvsem skladi državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki imajo zelo nizko tveganje,
- neobdavčeni skladi – ti skladi investirajo v različne vrste kratkoročnih občinskih zapisov, s čimer so oproščeni plačila davka na dobiček.

2.2 RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

V Sloveniji so se kmalu po osamosvojitvi pojavili prvi vzajemni skladi, ki so jih upravljale borzno posredniške družbe ali oddelki investicijskega bančništva v bankah. Prvi vzajemni sklad pri nas nasploh je 1. januarja 1992 ustanovila borzna hiša PM&A in ga imenovala Galileo in je še danes eden izmed največjih vzajemnih skladov. Kasneje ga je za nekaj časa upravljala Beta Invest DZU, od 16.03.1996 pa ga upravlja Kmečka družba, ki se je 16.07.2001 preimenovala v KD Investments. Konec leta 1992 je Galileo dobil konkurenco v VS LBM Piramida, ki ga je upravljala LB Maksima, v naslednjem letu so bili ustanovljeni še trije novi vzajemni skladi, v letu 1994 pa še osem (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 109). V Sloveniji je tako leta 1994 obstajalo 13 vzajemnih skladov, ki so delovali brez zakonodajnega okvira, ki bi urejal njihovo poslovanje in na ta način zaščitil vlagatelje.

V letu 1994 sta bila sprejeta dva zakona, ki sta postavila temeljni zakonski okvir za delovanje družb za upravljanje in vzajemnih skladov. S sprejetjem Zakona o trgu vrednostnih papirjev (Ur. l. RS, št. 6/94) je bila ustanovljena Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki ima nalogo nadzora nad ustanavljanjem vzajemnih skladov in delovanjem družb za upravljanje. Pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter način njihovega delovanja je uredil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU (Ur. l. RS, št. 6/94), ki je začel

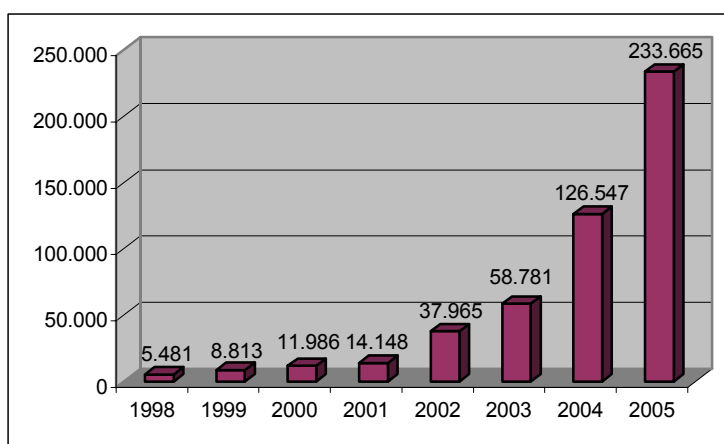
⁵ Denarni trg je trg, kjer se trguje z instrumenti, ki imajo rok dospelja do enega leta.

veljati 13. marca 1994. Skladno s tem zakonom so morali vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje. Zaradi tega pogoja in drugih zakonskih omejitev, ki jih je prinesel novi zakon, je veliko borzno posredniških hiš opustilo idejo o ustanavljanju vzajemnih skladov. Tako je v obdobju od leta 1995 do leta 2003 nastalo le 11 novih vzajemnih skladov, eden pa je bil likvidiran.

Slovenski finančni trg in s tem mislim predvsem na trg vzajemnih skladov, je že zelo zgodaj pretresla velika finančna afera, znana pod imenom afera Dadas. V letu 1996 je prišlo zaradi tržne manipulacije⁶ cen vrednostnih papirjev do izredno visokih začetnih donosov, ki jih je akumulirala ena sama družba za upravljanje. V prvih treh mesecih so tečaji določenih borznih delnic strmo naraščali zaradi povečanega povpraševanja po delnicah s strani vzajemnih skladov Proficie Dadas. Povečano povpraševanje je temeljilo na izjemno visokih prilivih denarnih sredstev v te vzajemne sklade. V obdobju od decembra 1995 do konca februarja 1996 so neto pritoki sredstev v vzajemne sklade Proficie Dadas znašali 1.418 milijona tolarjev, medtem ko so v istem obdobju neto pritoki v vse vzajemne sklade znašali 1.430 milijona tolarjev. Umetno napihovanje cen in s tem donosa vzajemnih skladov preko mehanizma medsebojnega trgovanja in manipulacije cen vrednostnih papirjev je sledilo vse do marca 1996, ko je Agencija za trg vrednostnih papirjev omejila naložbe v vzajemne sklade in odvzela dovoljenje za upravljanje družbi Proficie Dadas. Afera je za nekaj let zelo zamajala zaupanje vlagateljev v kapitalski trg. Do sedaj je vzpon in padec sistema Dadas na slovenski borzi prvi primer velikih izgub, ki so jih utrpeli vlagatelji, in se ocenjujejo na približno 6 milijard tolarjev.

V letu 1998 je delovalo deset družb za upravljanje, ki so upravljale 15 vzajemnih skladov. Čista vrednost sredstev vseh vzajemnih skladov je konec leta znašala 4,5 milijarde tolarjev, od tega je Kmečka družba upravljala s kar 53% vseh vzajemnih skladov, merjeno po obsegu čiste vrednosti.

Slika 2: Gibanje skupnega števila vlagateljev v vzajemnih skladih po posameznih letih v obdobju od 31.12.1998 do 31.12.2005

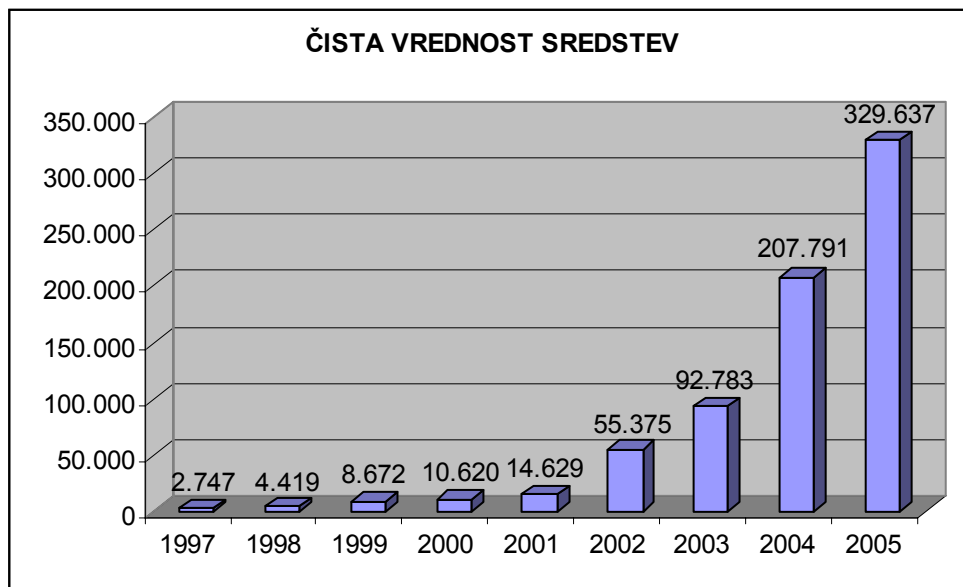


Vir: Lubej, 2005, str. 45 in ATVP, Poročilo o stanju na trgu VP 2005.

⁶ Manipulacija cene je sklepanje borznih poslov z neposrednim namenom vplivanja na tržno ceno oz. z neposrednim namenom omejitve delovanja zakonitosti tržne konkurence na oblikovanje cen.

Na sliki je lepo razvidno, kako narašča število pristopnih izjav pri slovenskih vzajemnih skladih po posameznih letih. Strmo naraščanje števila varčevalcev gre v prvi fazi pripisati mamljivim visokim donosom naložb na ljubljanski borzi. V drugi fazi pa gre zasluga spremembi varčevalnih navad vlagateljev, ki vse pogosteje selijo svoje prihranke iz nizko donosnih bančnih vlog v donosnejše vzajemne sklade.

Slika 3: Čista vrednost sredstev vseh skladov od konca leta 1997 do 2005 (v mio SIT)



Vir: Spletni portal Vzajemci.com, 19.9.2006.

Skladno s strmim naraščanjem števila vlagateljev v vzajemne sklade, se je tudi vrednost sredstev vzajemnih skladov v Sloveniji naglo povečevala. Stopnja rasti je samo v letu 2002 znašala rekordnih 278 odstotkov, v letu 2003 67 odstotkov, v letu 2004 124 odstotkov in v letu 2005 59 odstotkov. V letu 2004 je bilo v skladih investiranih že več kot 200 milijard tolarjev, v letu 2005 pa je številka že presegla 300 milijard tolarjev. Trend rasti varčevanja v vzajemnih skladih se še nadaljuje, saj je v Sloveniji še vedno vloženi bistveno manj sredstev na prebivalca v primerjavi z drugimi razvitimi državami.

Leto 2004 je bilo za slovenski kapitalni trg in trg vzajemnih skladov izredno živahno, kar potrjujejo številke o novoustanovljenih vzajemnih skladih, čemur sledi zelo agresivno trženje ponudnikov vzajemnih skladov in borba za čim večji tržni delež. Ponudniki skladov so zaznali, da so investitorji zreli, da zaradi vse nižjih obrestnih mer zamenjajo vse manj donosne depozite za varčevanje v vzajemnih skladih, ki je postajalo vse bolj priljubljeno. Dodaten zagon je dajal še zelo donosen slovenski delniški trg, čemur se je veliko vlagateljev težko uprlo.

V januarju 2005 je bilo na slovenskem finančnem trgu prisotnih 33 domačih vzajemnih skladov in pa že 10 tujih skladov, ki jih je lansirala in oglaševala Raiffeisen Krekova banka. Tudi tuje banke so začutile, da slovenski trg vzajemnih skladov še ni zasičen, in so poskušale, kar sicer še vedno delajo, odščipniti čim večji tržni delež slovenskim ponudnikom vzajemnih skladov.

2.3 ZAKONSKA UREDITEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Področje upravljanja in delovanja vzajemnih skladov v Sloveniji je bilo prvič urejeno zelo pozno in sicer v letu 1994. Zakon, ki je to urejal, je bil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU). V celoti je uredil ustroj in delovanje družb za upravljanje ter obeh vrst investicijskih skladov, to je investicijskih družb in vzajemnih skladov. Nadalje je v posebnem delu uredil delovanje pooblaščenih investicijskih družb (PID-ov), ki so nastali v postopku privatizacije s certifikati, in pooblaščenih družb za upravljanje, ki so upravljale pooblaščene investicijske družbe. Po več kot osmih letih veljavnosti ZISDU se je pojavila potreba po novem zakonu, ki na novo uredi področje delovanja investicijskih skladov in družb za upravljanje. Razlogi so naslednji. Najprej je šlo za potrebo po ureditvi področja investicijskih skladov tako, da bo zakonodaja usklajena z evropskimi direktivami (UCITS), zlasti z direktivo ECC 85/611⁷, s katero je EU temeljno uredila delovanje investicijskih skladov in katere glavni namen je poenotenje zaščite investitorjev znotraj držav članic EU in poenotenje zakonodaje. Glavne točke direktive se osredotočajo na omejitve naložbene politike investicijskih skladov in na možnost trženja in prodaje vzajemnih skladov v katerikoli državi članici EU, ko že enkrat pridobiš dovoljenje nadzornih in drugih institucij. Naslednji razlog za potrebo po novem zakonu je bilo dejstvo, da se je postopek privatizacije v Republiki Sloveniji zaključil, kar je pomenilo, da ni bilo več nobene potrebe po urejanju posebnih investicijskih družb in tudi ne pooblaščenih družb za upravljanje. Zakonodajalec je pri pripravi predloga novega zakona upošteval prakso na tem področju, ki izhaja predvsem iz pooblaščenih družb za upravljanje vseh tistih investicijskih skladov, ki jih je že urejal ZISDU.

Tako je bil 29. novembra 2002 sprejet nov Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), ki je začel veljati z 2. januarjem 2003 in je nadomestil stari zakon (ZISDU), ki je veljal od leta 1994 do 2002. Ta na novo ureja delovanje investicijskih skladov in družb za upravljanje ter dodaja dve novi področji in sicer področje dobro poučenih vlagateljev in področje pokojninskih vzajemnih skladov. Poleg tega je odpravil 10 odstotno omejitev investiranja v tuje vrednostne papirje, sprostil možnost vlaganja v enote in delnice drugih investicijskih skladov ter vlaganja v izvedene finančne instrumente in uvedel institut banke skrbnice. Kar zakon ne ureja več so pooblaščene investicijske družbe in pooblaščene družbe za upravljanje. Kljub vsemu pa ZISDU-1 še omenja posebne investicijske družbe in posebne vzajemne sklade. Gre za tiste investicijske sklade po ZISDU, ki še niso usklajeni z določbami ZISDU-1, ki investicijskim skladom in družbam za upravljanje nalaga obvezno preoblikovanje skladov. Vsi skladi, ki se še niso uskladili z novim zakonom, morajo v prospektu in vseh drugih gradivih in trženjski literaturi navajati, da gre za posebno investicijsko družbo in poseben investicijski sklad. Vzajemni skladi so se morali z novim zakonom uskladiti v obdobju dveh let od začetka veljavnosti zakona, kar pomeni do konca leta 2004, investicijske družbe pa so morale

⁷ Direktiva ECC 85/611 je sprejela Evropska komisija leta 1985. Ta direktiva ureja poslovanje finančnih posrednikov. Finančni posredniki, ki jih delimo na depozitne in nedepozitne finančne posrednike, kamor spadajo tudi investicijski skladi, zbirajo sredstva investitorjev (varčevalcev) in jih investirajo v vrednostne papirje in tako oblikujejo portfelj premoženja (Ribnikar, 1996, str. 44). Poleg tega finančni posredniki na zahtevo investitorjev kadarkoli odkupijo delnice odprtih investicijskih skladov (vzajemnih skladov), kar pomeni, da morajo imeti del naložb v denarju.

uskladiti svoje naložbe v roku štirih let, kar pomeni do konca leta 2006 in se nato najkasneje v štirih letih po prejemu odločbe o usklajenosti naložb s strani ATPV preoblikovati v vzajemni sklad.

Za novim zakonom so bili naknadno s strani ATPV sprejeti še podzakonski akti, ki bolj podrobno predpisujejo in pojasnjujejo področja v ZISDU-1 in v aprilu 2005 je bila sprejeta še novela ZISDU-1A (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2005 in Sklep o naložbah investicijskega sklada, 2005). Gre predvsem za ureditev tistih vsebin, ki zaradi potrebe po hitrem spreminjanju ne spadajo v zakon. Šele tako se pokaže prava razsežnost področja ustroja in delovanja investicijskih skladov in družb za upravljanje. Zato je tudi v prihodnje pričakovati nadaljnjo urejanje področja in nato nadzor nad uresničevanjem zakonskih določil s strani investicijskih skladov in družb za upravljanje. S temi ukrepi zakonodajalec zasleduje predvsem naslednja temeljna načela:

- načelo varstva trga,
- načelo varstva vlagateljev, kar obsega tako varstvo dobro poučenih vlagateljev, kot tudi varstvo vseh ostalih vlagateljev v investicijske sklade,
- načelo transparentnosti (preglednosti) poslovanja investicijskih skladov.

ZISDU-1 ureja vse, kar zadeva ustanovitev in poslovanje investicijskih skladov in družb za upravljanje, kot tudi nadzor nad njimi. Investicijski sklad je v zakonu opredeljen kot sklad, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. Investicijski sklad lahko obstaja samo v dveh oblikah in sicer v obliki vzajemnega sklada ter v obliki investicijske družbe in se dodatno deli na:

a) Investicijska družba na:

- domačo, ki ima sedež v Republiki Sloveniji,
- investicijsko družbo s sedežem v državi članici EU,
- tujo, katere sedež ni niti na območju Republike Slovenije niti v kateri drugi državi članici EU.

b) Vzajemni sklad na:

- vzajemni sklad, ki ga ustanovi družba za upravljanje, in ima sedež v Republiki Sloveniji,
- vzajemni sklad države članice, ki ga ustanovi družba za upravljanje, ki ima sedež v drugi državi članici EU,
- tuj vzajemni sklad, ki ga ustanovi družba za upravljanje, ki ima sedež izven Republike Slovenije.

Naj na tem mestu naštejemo zgolj temeljne razlike med investicijsko družbo in vzajemnim skladom:

1. investicijska družba je kot delniška družba pravna oseba, medtem ko vzajemni sklad to ni,

2. za investicijsko družbo veljajo določbe Zakona o gospodarskih družbah, ki ureja delniško družbo, medtem ko za vzajemni sklad velja samo ZISDU-1,
3. investicijska družba ima svoja organa kot sta skupščina in nadzorni svet, medtem ko vzajemni sklad teh organov nima,
4. imetnik lastniškega dela investicijske družbe ima v lasti delnico investicijske družbe, za razliko od vzajemnega sklada, kjer ima vsakokratni imetnik v lasti kupon z enoto premoženja vzajemnega sklada, ki lahko tudi ni prenosljiv in ki lahko od izdajatelja v vsakem trenutku zahteva izplačilo vrednosti enote premoženja,
5. glede na investicijsko politiko je razlika ta, da so pri investicijski družbi dopustne večje koncentracije lastniških deležev premoženja, kot to velja za vzajemni sklad.

Investicijske sklade upravlja družba za upravljanje, ki je pridobila dovoljenje ATVP za upravljanje investicijskih skladov ali pa za upravljanje premoženja dobro poučenih vlagateljev. Družba za upravljanje je organizirana kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo in jih ureja Zakon o gospodarskih družbah, če ZISDU-1 ne določa drugače. Družba za upravljanje ne sme opravljati nobene druge dejavnosti razen storitev upravljanja investicijskih skladov. Poleg te dejavnosti lahko upravlja tudi s finančnim premoženjem dobro poučenih vlagateljev, vendar le pod pogojem, da upravlja tudi vsaj en vzajemni sklad. Posebej z ZISDU-1 je urejen osnovni kapital družbe za upravljanje, saj znaša najnižji znesek osnovnega kapitala 50 milijonov tolarjev in se lahko vplača samo v denarju. Z določitvijo najnižjega zneska je zakonodajalec skušal predvsem zaščititi investitorje v investicijske sklade. V kolikor bi namreč družba za upravljanje povzročila investicijskemu skladu škodo, zadosti velik osnovni kapital zagotavlja določeno varnost, da bo ta škoda tudi dejansko povrnjena. Posebno skrb zakonodajalec namenja delničarjem oz. družbenikom družbe za upravljanje. V primeru da gre za delniško družbo, lahko le-ta izda samo imenske delnice v nematerializirani obliki. Vse to je le z namenom, da bi bili investicijski skladi v upravljanju posamezne družbe čim bolj upravljeni oz. čim bolj uspešni. Zakon nadalje skrbno obravnava tudi najvišji organ upravljanja družbe za upravljanje, to je upravo družbe. Uprava družbe mora biti vsaj dvočlanska, oba člana skupaj zastopata in predstavljata družbo v pravnem prometu. Gre za načelo »štirih oči« kar v praksi pomeni, da morata na pogodbi biti podpisa obeh članov, sicer pogodba ni veljavna. Vsak član uprave mora na ATVP pridobiti dovoljenje, da lahko opravlja naloge člana uprave. Družba za upravljanje mora biti za upravljanje svojih nalog ustrezno kadrovske, tehnične in organizacijsko postavljena. ATVP je s podzakonskimi akti podrobno predpisala ustrezno število strokovno usposobljenih zaposlenih, urejen informacijski sistem ter druge pogoje. Vse te podrobno razčlenjene določbe imajo namen zagotoviti kar najbolj skrbno in varno poslovanje družb za upravljanje.

ZISDU-1 se podrobno posveča in določa omejitve v naložbe, katere se mora družba za upravljanje držati pri investiranju svojega premoženja. Tako družba za upravljanje ne sme pridobiti lastniškega deleža v posamezni družbi, na podlagi katerega bi neomejeno odgovarjala za obveznosti te družbe. Ta določba varuje družbo za upravljanje pred njo samo. Nadalje je

lahko udeležena z več kot 20 odstotnim lastniškim deležem v drugi pravni osebi samo pod pogojem, če ta kot dejavnost opravlja najmanj eno od storitev upravljanja investicijskih skladov in če je organizirana kot kapitalska družba⁸. Vse to ima namen preprečiti, da bi družba za upravljanje aktivno upravljala družbe, v katerih ima pomemben lastniški delež. V kolikor bi bilo to dopustno, bi lahko obstajala nevarnost, da bi se družba za upravljanje bolj posvečala poslovanju teh družb, kot pa resnemu in aktivnemu upravljanju premoženja investicijskih skladov, zato omejitve ne preseneča. Posebna značilnost ureditve družb za upravljanje je tudi ta, da nad njo ni mogoče začeti postopka prisilne poravnave in je torej možen samo stečaj. Razlogov je več. Prvi je gotovo ta, da družba za upravljanje v postopku prisilne poravnave ne bi mogla upravljati investicijskih skladov tako kot je treba. Nadalje prisilna poravnava ni sprejemljiva zato, ker bi se v tem primeru morebitne terjatve investicijskih skladov in dobro poučenih vlagateljev, ki bi jih imeli do družbe za upravljanje, lahko zmanjšale skladno z načrtom finančne reorganizacije, kar ni sprejemljivo. Prepoved prisilne poravnave ima namen zaščititi vlagatelje v investicijske sklade, dobro poučene vlagatelje in celotni kapitalski trg.

Za razliko od družbe za upravljanje, kjer je možen stečaj, pa pri vzajemnem skladu ni možno izvesti stečajnega postopka niti postopka prisilne poravnave, ampak je možna samo likvidacija. Prvi razlog je ta, da vzajemni sklad ni pravna oseba, naslednji razlog pa je v tem, da je že pred nastankom stečajnega razloga predvidena obvezna likvidacija. Stečajni postopek se nad dolžnikom praviloma opravi takrat, ko je le-ta dalj časa plačilno nesposoben (insolventen) ali prezadolžen. Likvidacija vzajemnega sklada se opravi v naslednjih primerih:

- kadar prisilni prenos upravljanja ni mogoč,
- če čista vrednost premoženja vzajemnega sklada v roku štirih mesecev od dneva, ko je družba za upravljanje prejela odločbo ATVP o dovoljenju za upravljanje vzajemnega sklada, ne doseže 20 milijonov tolarjev,
- če se čista vrednost premoženja vzajemnega sklada zniža pod 20 milijonov tolarjev in v nadaljnjih tridesetih dneh ne doseže ponovno 20 milijonov tolarjev.

Celotno poslovanje družbe za upravljanje podrobno nadzoruje Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP), kateri mora družba za upravljanje redno pošiljati redna ter izredna poročila o njenem poslovanju kot tudi o poslovanju skladov, ki jih upravlja. ATVP nadalje lahko zahteva podatke o poslovanju tudi od tretjih oseb, ki so poslovno sodelovale z družbo za upravljanje. Za izvajanje učinkovitega nadzora ima ATVP na voljo več različnih ukrepov, ki so lahko blažji, kot je odredba o odpravi napak oz. pomanjkljivosti, do hujših, kot je ukrep odvzema dovoljenja za opravljanje funkcije člana uprave družbe za upravljanje oz. ukrep odvzema dovoljenja za poslovanje družbi za upravljanje. Poročanje in javna objava informacij je z namenom enakopravnega obravnavanja obstoječih vlagateljev v vzajemne sklade ter za potencialne investitorje in trg kapitala nasploh, na drugi strani pa se na ta način preprečuje oz. zmanjšuje

⁸ Pod pojmom kapitalske družbe razumemo družbo, ki je organizirana kot delniška družba, družba z omejeno odgovornostjo ali komanditna delniška družba.

možnost kršitev, kot so trgovanje na podlagi notranjih informacij⁹, razne manipulacije in druge kršitve, s katerimi bi si posameznik lahko pridobil protipravno korist. Na podlagi zadostnih informacij in načela enakomernega osveščanja javnosti se lahko tako obstoječi vlagatelji v investicijske sklade lažje odločajo bodisi za nakup ali prodajo lastniških deležev v investicijskih skladih, potencialni investitorji pa s tem pridobijo zadostne informacije, da se odločijo za investiranje v katerega izmed investicijskih skladov.

Glede na določila ZISDU-1 mora vzajemni sklad 90 odstotkov svojega premoženja investirati v tržne vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranih trgih. Med svojimi naložbami ima torej vzajemni sklad samo največ 10 odstotkov netržnih papirjev. Ena od pomembnih novosti je ta, da je odpravljena 10 odstotna omejitev investiranja v tuje vrednostne papirje. Tako lahko vzajemni sklad sedaj, če mu to omogoča investicijska politika investira vse svoje premoženje v tuje vrednostne papirje. Z odpravo te omejitve so vzajemni skladi pridobili možnost, da lahko ustrezno razpršijo svoje premoženje, saj je slovenski trg zelo plitek in skoraj onemogoča dobro razpršitev premoženja, s katero zmanjšamo tveganje.

Druga novost, ki jo uvaja ZISDU-1 je, da so med dovoljenimi naložbami vzajemnega sklada tudi izvedeni finančni instrumenti ter možnost investiranja v enote premoženja drugih investicijskih skladov, dovoljeno pa je tudi ustanavljanje novih oblik vzajemnih skladov in sicer indeksnih skladov, skladov denarnega trga, namenskih investicijskih skladov in sklada skladov.

Pomembna novost je tudi ta, da ZISDU-1 dovoljuje upravljanje premoženja dobro poučenih vlagateljev¹⁰ in sicer na podlagi pogodbe o upravljanju. Tako lahko družba za upravljanje po pridobitvi dovoljenja ATVP upravlja premoženje bank, zavarovalnic, vzajemnih pokojninskih skladov, borzno posredniških hiš in drugih poučenih vlagateljev.

ZISDU-1 v skladu z evropsko direktivo uvaja skrbništvo, kar pomeni, da mora imeti vsaka družba za upravljanje skrbnika premoženja posameznega investicijskega sklada. Skrbnik je lahko skrbniška banka, urejena po Zakonu o bankah oz. podružnica banke države članice, ki ima za to pridobljeno dovoljenje Banke Slovenije, ali druga finančna institucija, katere poslovanje ureja Zakon o trgu vrednostnih papirjev in ki je za to pridobila dovoljenje ATVP. Skrbnik je tista pravna oseba, ki za oz. v zavarovanje interesov posameznega investicijskega sklada in s tem tudi njegovih investitorjev ter trga kapitala izvaja naloge nadzora nad družbo za upravljanje

⁹ Notranja informacija je po zakonu ZISDU-1 vsaka natančna informacija, ki se nanaša na investicijski sklad oz. na investicijske kupone vzajemnega sklada oz. delnice investicijske družbe, ki še ni postala dostopna javnosti, in ki bi, če bi postala znana javnosti, verjetno imela pomembnejši vpliv na vrednost enote vzajemnega sklada oz. na ceno delnic investicijske družbe.

¹⁰ Dobro poučeni vlagatelj je vsaka fizična ali pravna oseba, ki nalaga svoje premoženje v vrednostne papirje in druge finančne instrumente z namenom ohranjanja vrednosti tega premoženja in doseganja donosov iz takih naložb in ima ustrezna strokovna znanja in izkušnje o nameranih poslih in ponujenih storitvah, potrebne za presojo tveganj, povezanih z vlaganjem v vrednostne papirje in ki zna pridobiti dodatne informacije ali strokovno svetovanje kadar to zahteva posamezna vrsta naložb ali določena naložba v finančne instrumente ter je na podlagi teh znanj in izkušenj sposoben samostojno sprejemati investicijske odločitve. Za dobro poučene vlagatelje se tako po ZISDU-1 štejejo država, centralne banke, mednarodne finančne organizacije, banke, hranilnice, borzno posredniške družbe, zavarovalnice, investicijski skladi, družbe za upravljanje investicijskih skladov, pokojninski skladi in upravitelji teh skladov.

predvsem v smislu zakonitosti poslovanja, naloge hrambe premoženja in pa tudi operativne naloge.

Glede na določbe ZISDU-1 lahko vzajemni sklad do 40 odstotkov svojih naložb oz. do 30 odstotkov, če niso usklajene z direktivo UCITS, investira v delnice oz. enote premoženja drugih investicijskih skladov. Vzajemni sklad ima lahko največ 5 odstotkov svojih sredstev investiranih v vrednostne papirje ali instrumente denarnega trga, ki so izdani s strani posameznega izdajatelja. Sicer pa ima lahko vzajemni sklad več kot 5 odstotkov, a ne več kot 10 odstotkov sredstev v vrednostnih papirjih posameznega izdajatelja, vendar skupna vrednost naložb, ki presegajo 5 odstotkov ne sme presegati 40 odstotkov vsega premoženja sklada. Vzajemni sklad ne sme biti izpostavljen do posamezne osebe oz. imeti več kot 20 odstotkov svojih sredstev, naloženih v kombinaciji naložbenih oblik in sicer vrednostnih papirjev ali instrumentov denarnega trga, depozitov pri tej posamezni osebi in izvedenih finančnih instrumentov. ATVP lahko družbi za upravljanje, za posamezen investicijski sklad, katerega cilj naložbene politike je natančno posnemanje sestave določenega delniškega indeksa ali indeksa dolžniških vrednostnih papirjev, izda soglasje, da lahko navedeni investicijski sklad ne glede na 20 odstotno omejitev, vlaga največ do 35 odstotkov vrednosti sredstev sklada v delnice in/ali dolžniške vrednostne papirje izdane s strani posamezne osebe, če družba za upravljanje dokaže, da je to primerno zaradi izrednih razmer na trgu, zlasti na organiziranih trgih, kjer prevladujejo določeni tržni vrednostni papirji ali instrumenti denarnega trga.

Ne glede na omejitve deležev naložb ima lahko investicijski sklad največ 35 odstotkov sredstev vloženih v tržne vrednostne papirje ali instrumente denarnega trga posameznega izdajatelja, če je izdajatelj oz. če zanje jamči Republika Slovenija, ali njena lokalna, regionalna skupnost, posamezna država članica Evropske unije ali njena lokalna, regionalna skupnost, tuja država ali posamezna javna mednarodna organizacija, ki jih pripada ena ali več držav članic. Investicijski sklad ima lahko največ 25 odstotkov sredstev vloženih v določene vrste obveznic, izdanih s strani istega izdajatelja, ki je banka s sedežem ali podružnico v Republiki Sloveniji ali v državi članici. Vzajemni sklad, v primeru ko vlaga več kot 5 odstotkov svojega premoženja v obveznice istega izdajatelja, skupna vrednost takšnih naložb ne sme presegati 80 odstotkov vrednosti sredstev vzajemnega sklada.

Družbi za upravljanje pri upravljanju vzajemnih skladov, za katere je v zadnjih šestih mesecih pridobila dovoljenje ATVP za upravljanje skladov, ni potrebno upoštevati pravil o najvišjih oz. najnižjih dovoljenih deležih posameznih vrst naložb. To z drugimi besedami pomeni, da vzajemnemu skladu v prvega pol leta od pridobitve dovoljenja za upravljanje ni potrebno biti usklajen s zakonskimi določbami o dovoljenih naložbah in omejitvah v vzajemne sklade.

Vzajemni sklad se po ZISDU-1 lahko zadolži do 10 odstotkov sredstev pod pogojem, da gre za začasno oz. kratkoročno zadolžitev z dospelostjo do 6 mesecev, seveda pa je zadolžitev dopustna pod pogojem, da tako določajo pravila upravljanja vzajemnega sklada in če so pogoji zadolževanja v skladu z običajnimi tržnimi pogoji.

2.4 DAVČNI VIDIK INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE

Premoženje vzajemnega sklada, ki je ločeno od premoženja družbe za upravljanje, ki upravlja ta sklad, je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Vzajemni sklad ni pravna oseba in ni vpisan v sodni register, zato tudi ni vezan za plačilo davka na dobiček pravnih oseb. Sestavni deli dobička, ki ga vzajemni skladi ustvarijo, so po ZISDU-1 naslednji:

- iztrženi dobički pri naložbah (realizirani kapitalski dobički),
- obresti, ki jih je prejel sklad od svojih naložb,
- dividende, ki jih je prejel sklad od svojih naložb,
- druge sestavine, ki jih zakon konkretno ne opredeljuje.

Dobički (izgube), ki ga vzajemni sklad ustvari, se vsakokrat odrazijo v objavi vrednosti enote premoženja (VEP) oz. investicijskega kupona in so torej obdavčeni takrat, ko investitor proda investicijske kupone. Če smo z naložbo v vzajemni sklad ustvarili dobiček, kar pomeni, da je bila vrednost investicijskega kupona oz. točke sklada večja kot ob nakupu, bomo državi plačali davek na kapitalski dobiček. Fizične osebe to storijo tako, da do konca februarja za preteklo leto oddajo napoved za odmero davka iz naslova kapitalskega dobička, pravnim osebam pa to ni potrebno, ampak so ti dobički vknjiženi v bilancah podjetja in ob koncu leta plačajo davek na dobiček pravnih oseb (Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb, 2004).

V začetku leta 2006 (1.1.2006) je prišlo do spremembe davčne zakonodaje in je začel veljati nov zakon o dohodnini, ki ureja področje obdavčitve vzajemnih skladov (Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o dohodnini, 2005). Na kratko so novosti, ki jih nov zakon prinaša, naslednje (Dobiček iz kapitala od odsvojitve finančnega kapitala od 1.1.2006 dalje, 2006):

- ukinja se status kvalificiranih vzajemnih skladov,
- vsi kapitalski dobički, ki nastanejo na podlagi naložb v vzajemne sklade, se obdavčijo izven dohodnine (jih ne več prijavljamo v dohodnino) – cedularna obdavčitev,
- kapitalski dobički se seštevajo (tako plusi kot minusi),
- vzajemni skladi lahko del dobička ali pa celoten dobiček izplačajo tudi kot dividende ali obresti,
- vsi, ki so kupili točke vzajemnega sklada pred 1.1.2003, se šteje, da je nabavna vrednost teh točk enaka vrednosti na dan 1.1.2006, s tem da datum nakupa ostaja nespremenjen,
- ponovno se uveljavlja instrument revalorizacije in se upošteva, če si lastnik točk vzajemnega sklada vsaj eno leto.

Zakonodajalec je uvedel sistem cedularne obdavčitve, kar pomeni, da je obdavčitev kapitalskih dobičkov izvzeta iz dohodnine in se na kapitalski dobiček, ki ga pristojen davčni urad ugotovi na podlagi oddane napovedi za odmero davka iz naslova kapitalskega dobička, plača fiksni davek v višini 20 odstotkov. Stopnja davka se sicer z leti postopoma zmanjšuje in se po preteku petih let lastništva zmanjša na 15 odstotkov, po desetih letih na 10 odstotkov, po petnajstih letih

na 5 odstotkov, po preteku 20 let pa si oproščen plačila davka na kapitalni dobiček. Uvaja se revalorizacija nabavne vrednosti točk vzajemnega sklada s koeficientom rasti cen življenjskih potrebščin za vsako leto, v katerem ima investitor točke vzajemnega sklada v lasti več kot pol leta. Revalorizacija se upošteva v primeru, če ima investitor točke vzajemnega sklada v lasti vsaj eno leto (Spletni portal Vzajemci.com, 2006).

Zakon priznava olajšavo za stroške pri nakupu ali prodaji točk vzajemnega sklada, vendar samo stroške do višine dejansko plačanih provizij:

- največ 1 odstotek stroškov pri nakupu točk,
- največ 1 odstotek stroškov pri prodaji točk.

V kolikor bo vzajemni sklad izplačeval obresti, bodo le-te za leti 2006 in 2007 obdavčene po stopnji 15 odstotkov, za naslednja leta pa bo veljala 20 odstotna obdavčitev. V primeru, da bo vzajemni sklad izplačeval dividende, bo davčna stopnja 20 odstotkov.

Z dnem 1.1.2007 začne veljati nova prenovljena davčna zakonodaja, ki je bila sprejeta v Državnem zboru 26.10.2006. Celotno besedilo prenovljenega Zakona o dohodnini (ZDoh-2) kot glavnega na tem področju je bilo objavljeno v Uradnem listu dne 16.11.2006 (Zakon o dohodnini, 2006). Tako kot že od 1.1.2006, tudi po novem zakonu velja, da so obresti, dividende in kapitalni dobički obdavčeni posebej, to je cedularno, izven dohodnine. Glede obdavčitve obresti ni bistvenih sprememb, saj so v letu 2007 obdavčene po davčni stopnji 15 odstotkov, vsa naslednja leta pa velja za obresti 20 odstotna davčna stopnja, pri dividendah tudi ni sprememb in ostaja davčna stopnja 20 odstotkov. Novi ZDoh-2 prinaša največ sprememb pri obdavčitvi kapitalnih dobičkov. Spreminjajo se davčno priznani stroški, odpravlja se revalorizacija, razdelan je način pobota različno starih dobičkov in izgub, in uvedeno je prenašanje izgub v naslednja leta.

Kadar je več nakupov in prodaj iste naložbe, se za ugotavljanje, kaj spada skupaj, uporablja FIFO metoda (prvi kupljen - prvi prodan). Za posamezno delnico ali posamezni vzajemni sklad je potrebno voditi enotno evidenco zaloge po metodi FIFO. Vendar novi zakon uvaja izjemo in sicer, da se evidenca vodi ločeno za različne razrede kuponov enega vzajemnega sklada.

Drugače kot prej se od 1.1.2007 dalje kot priznani strošek šteje pavšalno 1% od nabavne vrednosti ne glede na to, kakšni stroški so dejansko bili plačani. Stroški so bili lahko višji ali nižji, pa bo še vedno priznana 1% od nabavne vrednosti. To odpira zanimive možnosti na primer pri denarnih skladih, kjer so provizije tipično zelo nizke ali pa jih celo sploh ni, vendar se še vedno prizna strošek 1%. Pri prodaji se prav tako upošteva pavšalno 1% stroškov od prodajne vrednosti. Še naprej torej velja, da posebne kazenske provizije ob prodaji točk skladov, ki so nastali s preoblikovanjem iz investicijskih družb, niso davčno priznane (razen v višini 1%).

Nabavne vrednosti po novem več ne smemo revalorizirati. Še naprej pa velja, da če je bil nakup izveden pred 1.1.2003, potem se kot nabavna vrednost šteje vrednost naložbe na 1.1.2006. Kot

velika novost je po novem na voljo prenos izgub v naslednja leta. Če od 1.1.2007 dalje opravimo prodaje, pri katerih smo dosegli izgubo, vendar imamo v tekočem letu več izgub kot dobičkov, potem lahko neizkoriščeni del izgube upoštevamo v naslednjih letih. V zakonu ni omejitve, kako daleč v prihodnost lahko izgubo prenašamo; pač dokler je ne porabimo.

2.5 PREDNOSTI IN SLABOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE

Vzajemni skladi ponujajo investitorjem vrsto ugodnosti v primerjavi z drugimi oblikami varčevanja, zato so se v zadnjem obdobju tudi tako razširili. Na drugi strani pa imajo tudi svoje slabosti, vendar pa prednosti investiranja v vzajemne sklade zelo pogosto več kot nadomestijo slabe strani, zato najpomembnejše prednosti v nadaljevanju podrobneje predstavljam (Bogle, 1994, str 53-55):

- **velika diverzifikacija finančnega premoženja**

Posamezni investitor zaradi premajhnega obsega finančnih sredstev in previsokih transakcijskih stroškov ne more učinkovito razpršiti svojih naložb in tako ne more zmanjšati oz. odpraviti nesistematičnega tveganja in bi na ta način ostal podvržen le sistematičnemu tržnemu tveganju, ki se ga z razpršitvijo ne da odpraviti in ki je odvisno od splošnih gibanj v gospodarstvu. Tako ponuja vzajemni sklad investitorju z relativno majhnim vložkom, da razprši svoje premoženje in zmanjša tveganje ob nespremenjeni pričakovani stopnji donosa.

- **strokovno upravljanje**

Vzajemni sklad upravlja družba za upravljanje, ki zaposluje profesionalni in strokovno izobraženi kader od analitika do upravljalca sklada, ki nenehno spremljajo in poznajo razmere na finančnih trgih ter na podlagi tega lahko nemudoma ukrepajo v skladu z investicijsko politiko sklada. Posamezni investitor večinoma nima posebnih znanj, časa in informacij, da bi lahko strokovno gospodaril s svojim premoženjem.

- **velika likvidnost**

Ena od pomembnih prednosti vzajemnega sklada pred drugimi vrstami naložb je velika likvidnost, saj denar v skladu ni vezan. Vlagatelj lahko točke vzajemnega sklada ob nepredvidenih denarnih potrebah kadarkoli prodajo po dnevni tržni vrednosti (VEP), sklad pa mora denar na račun investitorja nakazati najpozneje v petih delovnih dneh od prejema zahtevka za izplačilo.

- **enostavnost in udobnost**

Vlagatelj kupi točke vzajemnega sklada neposredno pri samem skladu ali pri pooblaščenih prodajalcih in sicer tako, da nakaže sredstva na račun sklada, ta pa mu nato pošlje potrdilo o znesku plačanih sredstev in številu kupljenih točk sklada.

- **nižji transakcijski stroški**

Vzajemni skladi imajo zaradi velikih transakcij pri nakupih in prodajah vrednostnih papirjev nižje transakcijske stroške, saj so deležni količinskih popustov. Prav nižji transakcijski stroški pa lahko pomembno vplivajo na donosnost naložb.

- široka paleta storitev vlagateljem

Poleg osnovnih storitev ponujajo vzajemni skladi vlagateljem še vrsto dodatnih storitev, ki zadovoljujejo različne potrebe in želje investitorjev.

- prihranek časa

Z investiranjem svojih prihrankov v vzajemni sklad investitorji prihranijo del časa, ki bi ga sicer porabili pri neposrednem investiranju v vrednostne papirje. Vse dejavnosti v zvezi z investiranjem vlagatelj prepusti strokovnjakom v družbi za upravljanje in za to storitev plačuje provizijo.

- nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov

Nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov v Sloveniji vrši državna institucija in sicer Agencija za trg vrednostnih papirjev, s čimer je zagotovljena večja varnost vlagateljev pri investiranju v vzajemne sklade.

- varnost pred izgubo zaradi neetične prakse

Verjetnost izgube vloženi sredstev v skladih zaradi prevar in stečajev je majhna, kajti pravna regulativa in ločenost vloženi sredstev od upravljavcev skladov zagotavljajo visoko stopnjo varnosti.

- zasebnost podatkov o lastništvu investicijskih kuponov

Podatke o imetništvu investicijskih kuponov posameznega sklada v Sloveniji imata samo družba za upravljanje, ki s skladom upravlja, in banka skrbnica. Podatke morata skrbno varovati, družba za upravljanje pa jih lahko razkrije le v primeru pisnega dovoljenja imetnika ali na pisno zahtevo sodišča oz. drugega pristojnega državnega organa ali na pisno zahtevo Agencije za trg vrednostnih papirjev, Banke Slovenije oz. drugega pristojnega nadzornega organa. Organ sme podatke uporabiti izključno za namen, za katerega so bili podatki pridobljeni od družbe za upravljanje. Za razliko od vzajemnih skladov pa je pri investiranju v delnice v Sloveniji možno, da lahko vsakdo, če je lastnik vsaj ene delnice, pri Centralni depotni družbi kupi zeleno delniško knjigo, iz katere je razvidno, koliko delnic ima v lasti posamezni delničar.

Investiranje v vzajemne sklade ima poleg številnih prednosti tudi nekaj pomanjkljivosti, med katerimi so najpomembnejše (Bogle, 1994, str. 55):

- stroški in provizije

Vzajemni skladi za svoje storitve zaračunavajo provizije pri nakupu in prodaji točk vzajemnega sklada (vstopna in izstopna provizija), upravljavsko provizijo ter stroške transakcij finančnega premoženja. Poleg tega investitorji krijejo tudi ostale posredne stroške, ki jih ima sklad v zvezi z

njegovim poslovanjem. Vseeno pa skladi na borzi trgujejo z nižjimi stroški kot bi to uspelo posameznemu vlagatelju.

- nesodelovanje pri upravljanju skladov

S tem ko vlagatelj investira v sklad in postane delni lastnik sklada, še ne more vplivati na trgovanje sklada in na sestavo premoženja. Upravljavec investira v skladu z investicijsko politiko sklada in neodvisno od želja in preferenc posameznega investitorja. Gre za pomanjkanje osebne stika med vlagatelji in upravljavci.

- veliko število vzajemnih skladov

Zaradi velikega števila vzajemnih skladov ima investitor kljub pestri izbiri oteženo delo pri izboru v kateri sklad bo investiral svoje prihranke. To pomeni, da bo porabil več časa za izbiro sklada, ki najbolj ustreza njegovim finančnim željam in potrebam.

- pomanjkanje nadzora nad kapitalskimi dobički

Pri investiranju v vzajemne sklade investitor izgubi nadzor nad kapitalskimi dobički v nasprotju z neposredno naložbo, kjer lahko natančno določi, kdaj bo in kdaj ne bo dosegel kapitalskega dobička ali kapitalске izgube, pri tem pa lahko upošteva tudi davčni vidik.

3. ANALIZA DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Na slovenskem finančnem trgu je trenutno registriranih 225 vzajemnih skladov tako domačih kot tujih s skupno približno 200.000 vlagatelji in 460 milijardami tolarjev sredstev v upravljanju (Lubej, 2006). Od 225 skladov, ki se trenutno tržijo na slovenskem finančnem trgu, jih je 157 delniških, 19 mešanih, 36 obvezniških, 5 garantiranih in 8 denarnih skladov. V upravljanju v slovenskih vzajemnih skladih je trenutno okrog 378 milijard tolarjev, od tega jih je v delniških skladih 223 milijard, kar predstavlja skoraj 60 odstotkov vseh sredstev. Novi skladi se ustanavljajo iz meseca v mesec in se postavljajo ob bok do še pred nedavno favoriziranim bančnim in zavarovalniškim produktom. To potrjujejo tudi tržne raziskave, saj imajo skladi veliko prednost predvsem v njihovi pestri izbiri, s katero lahko vlagatelj zadovolji svoje finančne cilje. Nedavna raziskava podjetja Gral-Iteo je pokazala, da v vzajemne sklade trenutno investira dobra desetina prebivalstva, slaba tretjina v naložbena in življenjska zavarovanja, dobra tretjina pa varčuje v bankah (Naložbene želje, 2006). Nadalje raziskava ugotavlja največji porast tako v preferencah kot v dejanskem naložbenem vedenju pri vzajemnih skladih, saj se je zanimanje za vzajemne sklade glede na lansko leto povečalo za 50 odstotkov. Med najbolj priljubljenimi vrstami ostajajo delniški vzajemni skladi, ki tudi predstavljajo skoraj polovico vseh vzajemnih skladov. Vendar pa obstaja v Sloveniji velika potreba po obveščanju, kot kaže še ena od raziskav podjetja Gral-Iteo, saj le 2 odstotka vprašanih menita, da so dobro obveščeni, 36 odstotkov pa jih navaja, da sploh niso obveščeni o investicijskih skladih (Naj bo »novinec«, »drznež« ali »razumnik« - Slovenci stavijo na investicijske sklade, 2006).

Glede na znižanje cen vrednostnih papirjev na domačem kapitalskem trgu v letu 2005 so vzajemni skladi povečali naložbe v tuje vrednostne papirje za okrog 23 odstotnih točk na 40 odstotkov. Tako je njihova letna povprečna donosnost znašala sedem odstotkov in je bila precej nižja od donosnosti dosežene v letu 2004, ki je znašala 18 odstotkov. Vzajemni skladi so v letu 2005 dosegli le 40 odstotkov vplačil glede na leto prej, razlog pa gre iskati v nižjih donosih vrednostnih papirjev in pa naraščajoči tuji konkurenci, torej ponudbi tujih vzajemnih skladov. V lanskem letu je nastalo 17 novih vzajemnih skladov, samo v letošnjem prvem tromesečju pa že 18. V letošnjem letu je do konca meseca novembra nastalo 55 novih vzajemnih skladov tako domačih kot tujih družb za upravljanje. Slovenske družbe za upravljanje so ustanovile 49 novih skladov, tuje družbe pa v letošnjem letu tržijo 6 novih vzajemnih skladov. Od 55 novih skladov, ki so od letošnjega leta prisotni na slovenskem finančnem trgu, jih je 48 delniških, en denarni sklad, en sklad skladov, dva garantirana in dva mešana sklada. Gre torej večinoma za specializirane delniške vzajemne sklade, ki dopolnjujejo osnovne vrste vzajemnih skladov, ki so se na trgu najprej razvile.

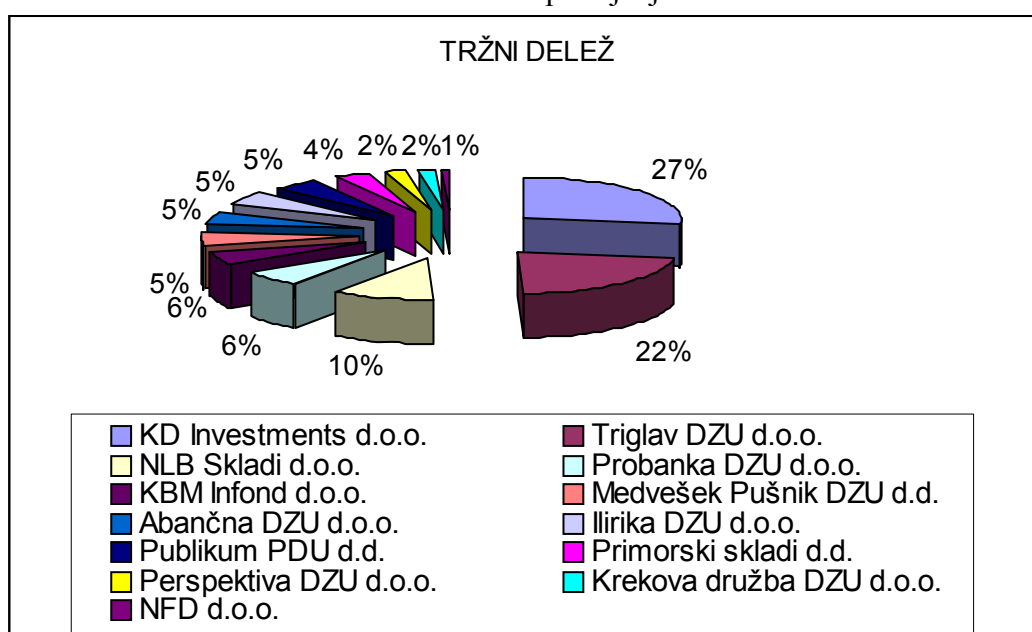
Iz poročila Banke Slovenije je razvidno, da je razlog za ustanavljanje novih skladov v nizkih obrestnih merah v bankah in v novi zakonodaji, ki dopušča možnost investiranja v tujino (Bilten Banke Slovenije, 2006). Dodaten razlog je še nova davčna zakonodaja, ki je ugodnejša in poenostavlja obdavčitev vzajemnih skladov. Dejstvo pa je, da se slovenski kapitalski trg in znotraj tega trg vzajemnih skladov šele dobro razvija, kar pomeni, da družbe za upravljanje ustanavljajo nove sklade, ki glede na investicijsko politiko še niso ponujeni na trgu in skušajo na ta način pridobiti nove vlagatelje in s tem čim večji tržni delež. Menim, da smo trenutno v obdobju razcveta industrije vzajemnih skladov, ter da se bo ustanavljanje novih skladov v naslednjih letih umirilo. Vzajemni skladi se ustanavljajo tudi zaradi vedno bolj izobraženih vlagateljev, ki zahtevajo vedno bolj specializirane in ozko usmerjene produkte, da zadovoljijo svoje finančne cilje. Široka paleta ponujenih vzajemnih skladov s strani posamezne družbe za upravljanje daje večje možnosti, da se bo vlagatelj odločil, da bo investiral sredstva v sklade te družbe za upravljanje. S tem mislim predvsem na manj poučene vlagatelje, ki glede na trend varčevanja, prehajajo iz bančnega varčevanja, v bolj donosno varčevanje v vzajemnih skladih.

Podatki mednarodnih institucij kažejo, da je varčevanje Slovencev v vzajemnih skladih v primerjavi z Evropo zelo nizko. Z okrog 1.000 evri na prebivalca smo krepko pod evropskim povprečjem, ki znaša 11.256 evrov na prebivalca, vendar se po drugi strani kot razvijajoči trg hitro približujemo temu povprečju (Investicijski skladi vse pomembnejši del finančnega sistema, 2006). To dokazuje tudi podatek, da je bila rast sredstev v vzajemnih skladih v zadnjih treh letih v povprečju 84 odstotna, medtem ko je bila rast v Evropi le 16 odstotna. Če pa pogledamo vrste vzajemnih skladov pri nas in pa v Evropi opazimo, da imamo v Sloveniji premalo obvezniških in denarnih vzajemnih skladov. Za majhno število denarnih skladov je kriva zakonodaja, ki je šele z novim zakonom predvidela ustanovitev le-teh. Za obvezniške sklade pa je alternativa do neke mere še vedno bančno varčevanje, vendar pa je z nižanjem obrestne mere vse manjša. Iz tega ocenjujem, da se bo struktura varčevanja v vrstah vzajemnih skladov še spreminjala.

3.1 TRŽNI DELEŽI DRUŽB ZA UPRAVLJANJE

Na slovenskem finančnem trgu trenutno deluje 13 družb za upravljanje, ki skupno upravljajo dobrih 378 milijard tolarjev sredstev. Izmed družb za upravljanje kaže izpostaviti prvi dve, ki skupaj obvladujeta polovico trga. To sta KD Investments in Triglav DZU s skupaj okrog 187 milijardami tolarjev sredstev v upravljanju. Na tretjem mestu zasledimo relativno mlado upravljaljsko družbo NLB Sklade z okrog 10 odstotnim tržnim deležem. Družba se uspešno širi predvsem po zaslugi izjemno učinkovitega prodajnega sistema, ki ga ima matična banka NLB in pa široke in zanimive palete produktov, ki jih ponuja. Ostale družbe imajo manjši tržni delež in s tem igrajo manj pomembno vlogo na trgu vzajemnih skladov v Sloveniji.

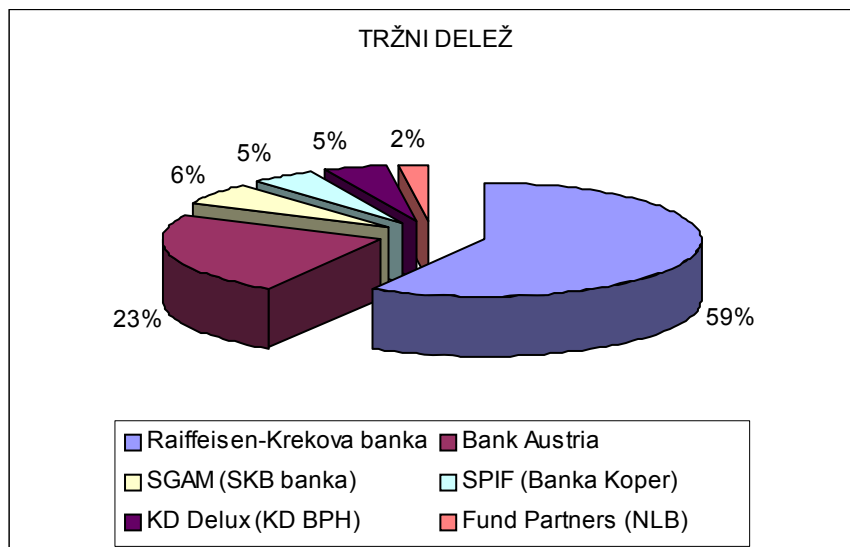
Slika 4: Tržni deleži slovenskih družb za upravljanje na dan 20.9.2006



Vir: Spletni portal Finančna točka, 20.9.2006.

Če pogledamo, kako uspešni so tuji skladi pri trženju vzajemnih skladov na slovenskem finančnem trgu ugotovimo, da so najuspešnejši skladi, ki jih ponuja Raiffeisen-Krekova banka, in sicer imajo skoraj 60 odstotni tržni delež med ponudniki tujih družb za upravljanje. Na drugem mestu je s približno četrtinskim deležem Bank Austria ter nato še ostali ponudniki, ki imajo tržni delež pod 10 odstotkov. Ugotovitve nas ne presenečajo, saj je Raiffeisen-Krekova banka začela med prvimi tržiti tuje vzajemne sklade jeseni 2004, Bank Austria pa šele marca 2005. Vse tuje družbe, ki trenutno ponujajo vzajemne sklade slovenskim varčevalcem, so še v fazi oz. se pripravljajo na agresivno trženje, zato se bo tržni delež tujih družb za upravljanje zagotovo še bistveno spremenil. Pozabiti pa ne velja, da se na vstop na slovenski trg vzajemnih skladov pripravlja še več tujih družb, ki bodo še dodatno vplivale na tržni delež.

Slika 5: Tržni deleži tujih družb za upravljanje na dan 30.6.2006

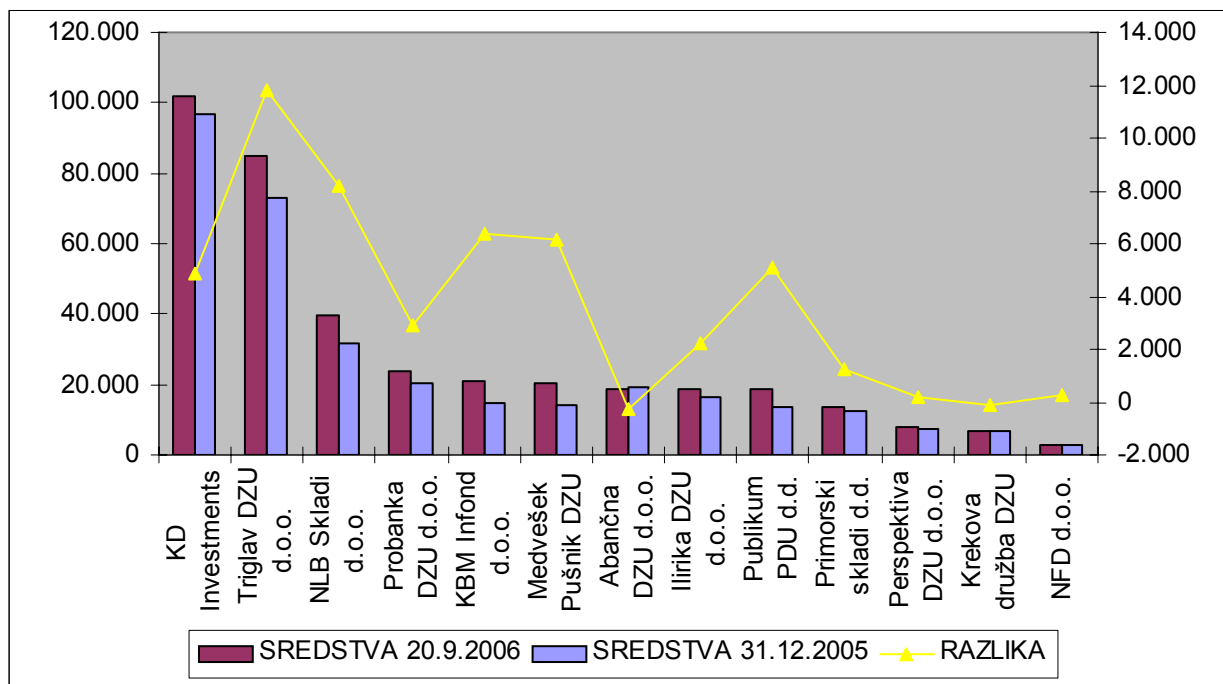


Vir: Lubej, 2006, str. 41.

3.1.1 SREDSTVA V UPRAVLJANJU

Kot prikazuje spodnja slika, so se sredstva v upravljanju v slovenskih vzajemnih skladih v absolutnih številkah v letošnjem letu najbolj povečala Triglavu DZU in NLB Skladom, pri večini skladov je opazen pozitiven trend. Negativen trend in zmanjšanje sredstev v upravljanju opazimo v tistih družbah za upravljanje, ki imajo relativno majhen tržni delež.

Slika 6: Sredstva v upravljanju slovenskih družb za upravljanje (v mio SIT)

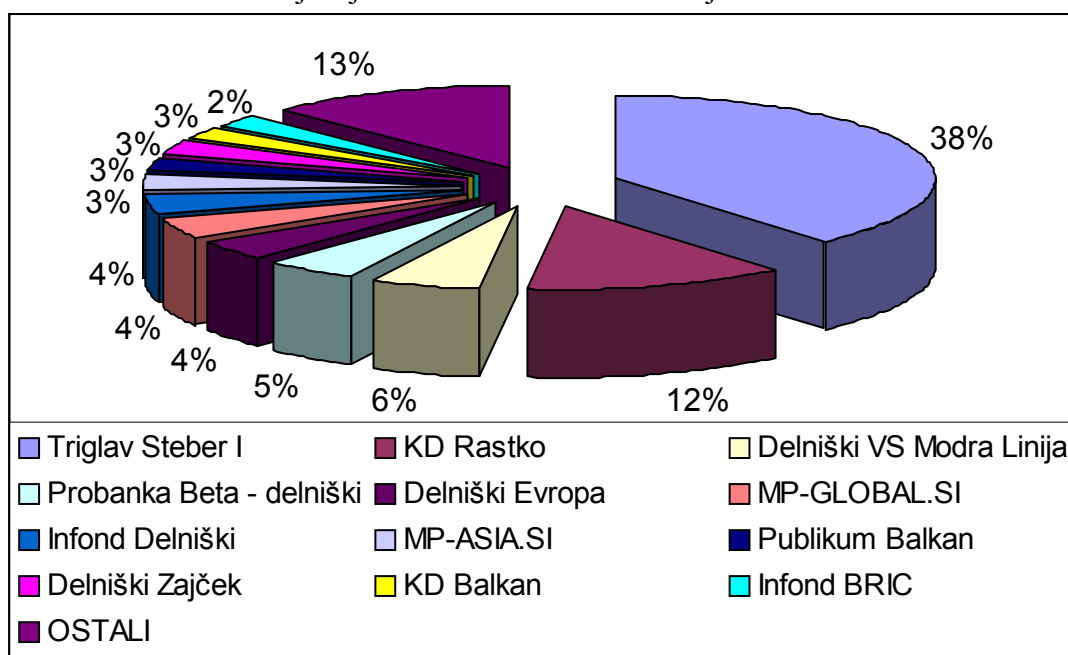


Vir: Spletni portal Finančna točka, 20.9.2006.

3.1.2 TRŽNI DELEŽI NAJVEČJIH SLOVENSkih DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV

Glede na čisto vrednost sredstev velja za največji slovenski delniški vzajemni sklad, vzajemni sklad Triglav Steber 1, ki se je maja 2005 preoblikoval iz nekdanjega PID-a, in ima 38 odstotni tržni delež. Daleč za njim je trdno na drugem mestu vzajemni sklad KD Rastko z 12 odstotnim tržnim deležem, tretje mesto pripada vzajemnemu skladu Modra linija, ki ga upravlja Ilirika DZU.

Slika 7: Tržni deleži največjih slovenskih delniških vzajemnih skladov

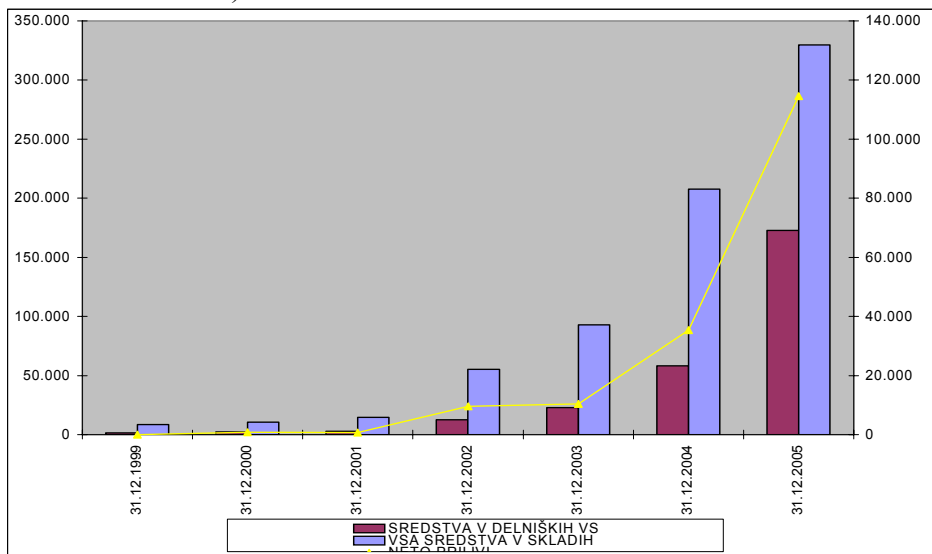


Vir: Spletni portal Finančna točka, 20.9.2006.

3.2 DINAMIKA NALOŽB V DELNIŠKE VZAJEMNE SKLADE

V letih 1999, 2000 in 2001 so bila sredstva v slovenskih vzajemnih skladih precej skromna. Razlogov je več, med pomembnejšimi pa gre naštetih slovensko zakonodajo na tem področju, ki je bila zastarela in je precej zavirala razvoj trga vzajemnih skladov, drugi razlog je v tem, da so bili takrat še zelo aktualni PID-i (posebne investicijske družbe), poleg tega se je zaključeval postopek privatizacije. Zaradi vsega tega in še nekaterih drugih razlogov je bil razvoj vzajemnih skladov umaknjen na drugi tir. Šele konec leta 2002 lahko opazimo občuten dvig sredstev v skladih, ki je šel delno tudi na račun vplačil v delniške vzajemne sklade, še večji priliv sredstev v vzajemne sklade pa je opaziti v letih 2004 in 2005. Ta priliv sredstev je šel večinoma v zelo priljubljene in donosne delniške vzajemne sklade. Vlagatelji so se odločali za to vrsto vzajemnega sklada, ker je najbolj donosna sicer ob dejstvu, da vlagatelj sprejme tudi višje tveganje, drugi razlog je bil, da so beležili delniški trgi visoke rasti, tu mislim predvsem Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev, konec marca 2003, pa so se prebudili tudi tuji delniški kapitalni trgi, ki so z manjšimi popravki beležili konstantno rast vse do maja 2006.

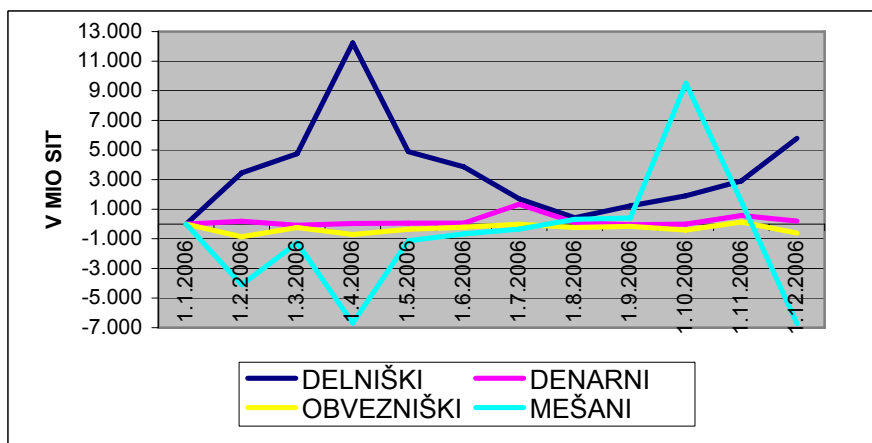
Slika 8: Dinamika naložb v delniške vzajemne sklade od konca leta 1999 do konca leta 2005 (v mio SIT)



Vir: Spletni portal Finančna točka, 20.9.2006.

Spodnja slika prikazuje gibanje denarnega toka po vrsta skladov po posameznih mesecih v letošnjem letu za domače upravljavce skladov. Denarni tok pomeni vrednost vplačil minus vrednost izplačil točk vzajemnega sklada v določenem obdobju. Kakor lahko vidimo, je neto vrednost vplačil skozi celo leto pozitivna le pri delniških skladih, sledijo denarni skladi, kjer z izjemo treh mesecev prevladuje pozitiven denarni tok skozi celo leto, obratno pa velja za obvezniške in mešane sklade, kjer prevladujejo neto odtoki sredstev iz skladov. Pri mešanih skladih opazimo strmo rast v mesecu oktobru, kar je zavajajoče. Rast oz. priliv sredstev v mešane sklade gre skoraj v celoti na račun priliva v sklad Primus in je špekulativne narave. Iz slike lahko zaključimo, da gredo neto prilivi sredstev skoraj v celoti v delniške sklade, le nekaj v denarne, odlive sredstev pa skozi celo leto beležimo pri mešanih in obvezniških slovenskih vzajemnih skladih. To je po eni strani logično, saj kapitalski trgi rastejo že več kot tri leta, in med vlagatelji ni zaslutiti neke večje zaskrbljenosti oz. potrebe po varnejših naložbah, oz. so vlagatelji bolj nagnjeni k tveganju.

Slika 9: Gibanje denarnega toka po vrstah skladov v letošnjem letu

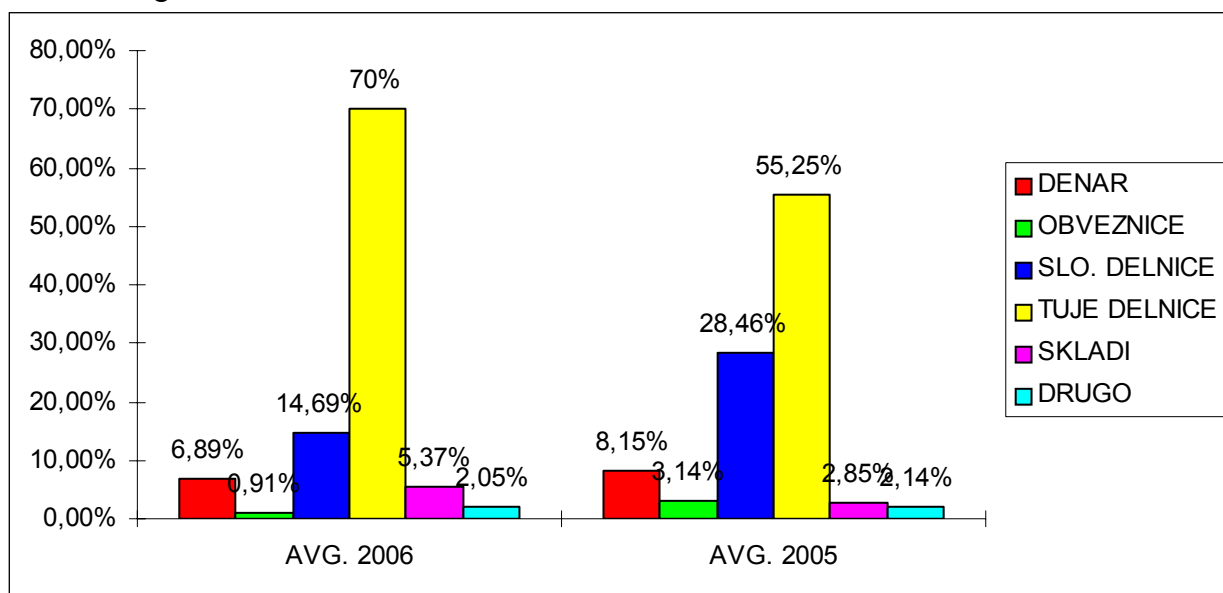


Vir: Spletni portal Finančna točka, 20.9.2006.

3.3 STRUKTURA NALOŽB DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV

Kakor je razvidno iz spodnje slike, se je struktura naložb med avgustom 2005 in avgustom 2006 bistveno spremenila. Največja razlika izhaja iz naložb v slovenskih delnicah in naložb v tuje delnice. Podatki kažejo, da so se naložbe v slovenske delnice v omenjenem obdobju znižale za približno 15 odstotnih točk, medtem ko so se naložbe v tuje delnice v enakem obdobju povečale za okrog 14 odstotnih točk, kar praktično pomeni, da so slovenski upravljalci skladov prodajali delnice slovenskih izdajateljev in kupovali tuje delnice. To je verjetno posledica diverzifikacije portfelja in pa dejstva, da slovenski kapitalski trg ne deluje kot bi si želeli, kar nazorno prikazuje statistično dejstvo, da je približno polovica poslov zunajborznih (Berk, 2005, str. 8). Opazimo lahko tudi, da se je delež naložb vzajemnih skladov v druge sklade skoraj podvojil, kar pomeni, da je avgusta 2006 delniški vzajemni sklad imel v povprečju v svojem portfelju okrog 5,37 odstotka delnic investicijskih kuponov. Kot naslednjo zanimivost v strukturi naložb delniških vzajemnih skladov v proučevanem obdobju pa je opaziti znatno zmanjšanje deleža obveznic in sicer se je delež več kot prepolovil, kar pomeni, da je imel delniški vzajemni sklad avgusta 2006 v svojem portfelju manj kot odstotek dolžniških vrednostnih papirjev.

Slika 10: Primerjava strukture naložb delniških vzajemnih skladov med avgustom 2005 in avgustom 2006



Vir: Spletni portal Finančna točka, 20.9.2006.

3.4 PRIMERJAVA PROVIZIJ IN STROŠKOV UPRAVLJANJA

Ko investitor kupi ali proda točke vzajemnih skladov, pogosto vidi en sam znesek in sicer je to vrednost nakupa (denarja, ki ste ga nakazali) ali prodaje (denarja, ki ste ga prejeli). Dejansko pa pri poslovanju s skladi nastopajo stroški, ki sicer niso prikriti, saj so jasno napisani na izpisku ali v dokumentih skladov, vendar jih investitor lahko spregleda, in igrajo pomembno vlogo pri odločitvi investitorja o nalaganju v sklad (Berk, 2005b, str. 1). Stroške delimo na enkratne

stroške, ki nastopajo samo pri nakupu oziroma prodaji, ter redne stroške, ki vplivajo na premoženje ves čas, ko ima investitor investicijske kupone določenega sklada.

Enkratni strošek poslovanja z investicijskimi kuponi vzajemnih skladov so lahko vstopna, prodajna in izstopna provizija ter posebna znižana provizija za prestop med skladi istega upravljavca. Vstopna provizija se obračuna pri nakupu točk sklada in sicer se od zneska, ki ga investitor nakaže za nakup točk vzajemnega sklada, odbije vstopna provizija. Znesek provizije je razviden na obračunu, ki ga investitorju pošlje upravljavec izbranega sklada, kjer je tudi razvidno, koliko točk je investitor dobil in po kakšni ceni (VEP). Vstopna provizija je lahko fiksna ali pa odvisna od višine vplačila. Pri primerjavi skladov se ponavadi navaja najvišjo vstopno provizijo, ki lahko pride v poštev pri nakupu točk posameznega sklada. Upravljavec se lahko odloči vlagateljem ponuditi tudi vstop v posamezni sklad brez vstopne provizije. Prodajna provizija pomeni, da poleg vstopne provizije upravljavca svoj dodatni delež pobere še posrednik, prek katerega vstopite v vzajemni sklad. Pri domačih upravljavcih tega stroška ni, pojavlja pa se lahko pri vstopu v sklade tujih upravljavcev. Prodajna provizija, če obstaja, lahko pomeni strošek enakega velikostnega razreda kot vstopna provizija in nikakor ni zanemarljiva. Izstopna provizija se obračuna pri izplačilu oz. prodaji točk vzajemnega sklada. Izplačilo, ki ga prejme investitor, je vrednost prodanih točk, zmanjšana za izstopno provizijo. Tako kot pri vstopni proviziji velja, da je lahko izstopna fiksna ali pa odvisna od velikosti zneska, zato pri pregledih navajam samo najvišjo pri posameznem skladu. Posebna znižana provizija za prestop med skladi, če jo upravljavec določi, velja v primeru, da investitor proda enega izmed skladov in kupi drugega, vendar od iste družbe za upravljanje. Gre torej za prehod med skladi znotraj iste družbe za upravljanje.

Redni stroški so tisti stroški, ki nastajajo ves čas, ko ima investitor točke vzajemnega sklada. V nasprotju z enkratnimi stroški investitor zanje ne prejme izrecnega obračuna in tudi ne pomenijo nobenega vplačila ali izplačila, temveč se sproti obračunavajo (ponavadi mesečno) od vrednosti sklada in so upoštevani pri javno objavljeni vrednosti enote premoženja (VEP) sklada. Donosi skladov, ki jih vidite kot gibanje VEP, tako že odražajo tudi redne stroške, ki nastopajo pri posameznem skladu. Redni stroški so upravljavska provizija, skrbniška provizija in drugi stroški.

Upravljavška provizija je letno nadomestilo upravljavcu za upravljanje sklada. Izražena je s fiksnim odstotkom od povprečne vrednosti sklada ter se obračunava dnevno. Za upravljavske provizije slovenskih skladov velja, da so relativno visoke v primerjavi s tistimi, ki nastopajo pri upravljavcih v tujini. Skrbniška provizija je letno nadomestilo za skrbniške storitve, ki jih po novi zakonodaji v imenu zaščite vlagateljev izvajajo banke skrbnice. Gre predvsem za nadzor nad posli, ki jih sklepa upravljavec, in kontrolo izračuna točke. Skrbniška provizija je relativno majhen strošek in se obračunava tekoče, kar pomeni da je skozi celo leto že vračunana v VEP.

Po novi zakonodaji vlagatelje poleg vnaprej določene upravljavske in skrbniške letne provizije bremenijo tudi nekateri stroški poslovanja skladov, ki so navedeni v prospektih skladov. To so denimo stroški posredovanja pri poslih, plačilnega prometa, revizije, obveščanja, nadzora in drugi. Kakšen odstotek povprečne letne vrednosti sredstev predstavljajo ti drugi stroški, ni znano

vnaprej, ker nastajajo sproti. Po veljavnih pravilih skladi v svojih prospektih zgolj poročajo o ugotovljeni višini za pretekla leta in dokler sklad ne dopolni prvega leta poslovanja, podatek ne more biti na voljo. Objavljena odstotna vrednost celotnih letnih stroškov pomeni seštevek upravljalvske provizije, skrbniške provizije in ugotovljenih drugih stroškov. Vse to je že zajeto v gibanju objavljene vrednosti enote premoženja. Celotni letni stroški so se v prospektih skladov začeli pojavljati v letu 2004 (za sklade, ki so takrat že imeli za sabo polno koledarsko leto poslovanja), prej pa veljavna pravila tega niso zahtevala. Po pregledu prvih podatkov daleč največji posamezni strošek znotraj celotnih letnih stroškov še vedno predstavlja upravljalvska provizija.

Tabela 1: Primerjava provizij in stroškov upravljanja slovenskih delniških vzajemnih skladov

Sklad	Najvišja vstopna provizija	Najvišja izstopna provizija	Upravljalvska provizija (letno)	Skrbniška provizija (letno)	Celotni letni stroški	Za obdobje
Delniški Svet	3,00%	3,00%	1,95%	0,20%		
Delniški Zajček	3,00%	0,00%	1,85%	0,10%	2,03%	01.04.05 - 31.03.06
Delniški ZDA	3,00%	3,00%	1,95%	0,20%		
Ilirika Modra farmacija	3,00%	0,00%	2,00%	0,25%		
Ilirika Modre finance	3,00%	0,00%	2,20%	0,25%		
Ilirika Modra gazela	3,00%	0,00%	2,20%	0,25%		
Modri Korak	3,00%	0,00%	2,20%	0,25%		
Ilirika Vzhodna Evropa	3,50%	0,00%	2,20%	0,25%		
Infond BRIC	3,00%	0,00%	1,85%	0,15%		
Infond Delniški	3,00%	0,00%	1,85%	0,15%	2,14%	01.07.05 - 30.06.06
Infond Energy	3,00%	0,00%	1,85%	0,15%		
Infond Europa	3,00%	0,00%	1,85%	0,15%	2,34%	01.07.05 - 30.06.06
KD Balkan	3,00%	0,00%	2,49%	0,05%		
KD Novi trgi	3,00%	0,00%	2,00%	0,05%		
KD Prvi Izbor	2,00%	0,00%	0,85%	0,05%	1,20%	01.07.05 - 30.06.06
KD Rastko	3,00%	0,00%	1,90%	0,05%	2,01%	01.07.05 - 30.06.06
KD Severna Amerika	3,00%	0,00%	1,80%	0,05%		
KD Surovine in energija	3,00%	0,00%	1,89%	0,05%		
KD Tehnologija	3,00%	0,00%	1,89%	0,05%		
Krekov sklad Klas	2,50%	0,50%	2,50%	0,12%	3,07%	01.07.05 - 30.06.06
Krekov sklad Most	2,50%	0,50%	1,95%	0,12%		
KD Russia	3,90%	0,00%	3,00%	0,00%		
MP-ASIA.SI	3,00%	0,00%	3,00%	0,15%	4,27%	01.07.05 - 30.06.06
MP-BALKAN.SI	3,00%	3,00%	2,50%	0,15%		
MP-ENERGY.SI	3,00%	0,00%	2,00%	0,15%		
MP-EUROSTOCK.SI	3,00%	3,00%	0,50%	0,10%		
MP-GLOBAL.SI	3,00%	0,00%	3,00%	0,15%	4,29%	01.07.05 - 30.06.06
MP-PLUS.SI	1,50%	0,00%	3,00%	0,15%	4,07%	01.07.05 - 30.06.06
MP-TECH.SI	3,00%	0,00%	2,00%	0,15%		
MP-TURKEY.SI	3,00%	0,00%	2,00%	0,15%		

NFD Azija/Oceanija	3,00%	0,00%	2,00%	0,05%		
NFD Evro/Amerika	3,00%	0,00%	2,00%	0,05%	3,10%	01.07.05 - 30.06.06
NFD Energija	3,00%	0,00%	2,00%	0,05%		
NFD Finance	3,00%	0,00%	2,00%	0,05%		
NFD IT	3,00%	0,00%	2,00%	0,05%		
NFD Novi trgi	3,00%	0,00%	2,00%	0,05%		
NFD Zdravstvo	3,00%	0,00%	2,00%	0,05%		
NLB Skladi - Dinamični sklad delnic	3,00%	0,00%	2,00%	0,21%	2,83%	01.07.05 - 30.06.06
NLB Skladi - Sklad evropskih delnic	3,00%	1,00%	1,75%	0,21%		
NLB Skladi - Farmacija in zdravstvo	3,00%	1,00%	1,75%	0,21%		
NLB Skladi - Naravni viri	3,00%	1,00%	1,75%	0,21%		
NLB Skladi - Sklad slovenskih delnic	3,00%	1,00%	1,75%	0,21%	2,20%	01.07.05 - 30.06.06
NLB Skladi - Svetovni sklad delnic	3,00%	1,00%	1,75%	0,21%	2,31%	01.07.05 - 30.06.06
NLB Skladi - J,S in V Evropa delniški	3,00%	1,00%	2,00%	0,21%		
NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva	3,00%	1,00%	2,00%	0,21%		
NLB Skladi - Visoka tehnologija	3,00%	1,00%	2,00%	0,21%		
Publikum Azijski tigri	3,00%	0,00%	2,75%	0,13%		
Publikum Balkan	3,00%	0,00%	2,75%	0,13%		
Publikum International	3,00%	0,00%	2,50%	0,13%	2,63%	01.07.05 - 30.06.06
Publikum Nova Evropa	3,00%	0,00%	2,75%	0,13%		
Publikum Sci & Tech	3,00%	0,00%	2,50%	0,13%		
Publikum USA	3,00%	0,00%	2,50%	0,13%		
Probanka DZU Beta - delniški	3,00%	3,00%	1,85%	0,20%	2,03%	01.07.05 - 30.06.06
Probanka Novi trgi	3,00%	3,00%	2,00%	0,15%		
Delniški vzajemni sklad Modra linija	2,30%	0,50%	1,50%	0,12%	1,58%	01.07.05 - 30.06.06
PS Optima - sklad skladov	2,30%	1,00%	1,20%	0,12%		
Delniški vzajemni sklad Živa	2,30%	1,00%	1,80%	0,12%	2,12%	01.07.05 - 30.06.06
Triglav Azija	4,00%	0,00%	2,50%	0,05%		
Triglav Balkan	4,00%	0,00%	2,50%	0,05%		
Triglav Hitro rastoča podjetja	4,00%	0,00%	2,50%	0,05%		
Triglav Rastoči trgi	3,00%	0,00%	2,50%	0,05%		
Triglav Steber I	3,00%	0,00%	1,50%	0,05%	1,71%	01.07.05 - 30.06.06
Triglav Svetovni	3,00%	0,00%	2,50%	0,05%		
Triglav Top sektorji	3,00%	0,00%	2,50%	0,05%		
Povprečje	2,98%	0,46%	2,09%	0,13%	2,55%	

Vir: Spletni portal Finančna točka, 20.9.2006.

Iz spodnje tabele je razvidno, da imajo največje provizije in tudi stroške upravljanja razumljivo delniški skladi, od katerih se pričakuje največja donosnost. Sledijo mešani skladi, ki so nekoliko manj izpostavljeni delnicam in imajo del naložb v varnejših instrumentih, z najmanjšimi stroški se lahko pohvalijo obvezniški in denarni skladi, katerih pričakovana donosnost je majhna.

Tabela 2: Primerjava provizij in stroškov upravljanja med posameznimi vrstami skladov

Vrsta sklada	Vstopna	Izstopna	Upravljavska	Skrbniška	Celotni letni stroški
Delniški	2,98%	0,46%	2,09%	0,13%	2,55%
Mešani	2,81%	0,33%	1,83%	0,12%	2,15%
Denarni	0,50%	0,00%	0,47%	0,02%	0,61%
Obvezniški	2,16%	0,04%	0,89%	0,09%	1,14%

Vir: Spletni portal Finančna točka, 20.9.2006.

3.5 PREGLED DONOSNOSTI DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV

Kakšna je pretekla donosnost oz. kako uspešen je bil sklad v preteklosti, je za investitorja eden ključnih dejavnikov, ki vpliva na odločitev o izbiri sklada. Velikokrat se investitor odloči za tisti sklad, ki je bil v preteklosti najuspešnejši. Celotna donosnost vzajemnega sklada je sestavljena iz treh elementov (Fredman, 1993, str. 37):

1. Čisti investicijski dobiček – enak je vsoti obresti in dividend, ki jih sklad dobi od vrednostnih papirjev, ki jih ima v premoženju, in ki ga družba za upravljanje bodisi razdeli med lastniki investicijskih kuponov, bodisi reinvestira.
2. Čisti realizirani kapitalski dobiček – z nakupi in prodajami vrednostnih papirjev na borzi se ustvarjajo kapitalski dobički (izgube), ki se razdelijo lastnikom sklada.
3. Čista sprememba vrednosti enote premoženja – gre za spremembo VEP-a kot posledice spremembe cen vrednostnih papirjev, ki jih ima vzajemni sklad v portfelju.

V spodnji tabeli so predstavljene pretekle nominalne donosnosti delniških vzajemnih skladov in sicer za obdobje petih let. V predstavljenih nominalnih donosnostih niso upoštevane vstopne in izstopne provizije ali katere druge provizije, razen upravljavske provizije, ki je že upoštevana v izračunih VEP-a. Nominalno letno donosnost sklada se izračuna po naslednji formuli:

$$r_{nom,t} = \left(\frac{VEP_t}{VEP_{(t-1)}} - 1 \right) * 100$$

$r_{nom,t}$ - nominalna donosnost sklada v letu t

VEP_t - vrednost enote premoženja sklada konec leta t

$VEP_{(t-1)}$ - vrednost enote premoženja sklada za eno leto nazaj (t-1)

Tabela 3: Donosnost slovenskih delniških vzajemnih skladov na dan 9.10.2006

Sklad	Letos (%)	Polletna (%)	1-Letna (%)	2-Letna (%)	3-Letna (%)	5-Letna (%)
Delniški Evropa Vipa Invest	16,90	15,90				
Delniški Svet	0,87	-0,59	0,22			
Delniški VS Triglav Hitro rastoča podjetja						
Delniški vzajemni sklad Ilirika Modra						

Farmacija						
Delniški vzajemni sklad Ilirika Modra Gazela						
Delniški vzajemni sklad Ilirika Modre Finance						
Delniški vzajemni sklad Ilirika Vzhodna Evropa		10,72				
Delniški vzajemni sklad Modra Linija	19,50	16,59				
Delniški vzajemni sklad Publikum Azijski Tigri		-2,66				
Delniški vzajemni sklad Publikum Balkan		18,98				
Delniški vzajemni sklad Publikum Nova Evropa		12,64				
Delniški vzajemni sklad Publikum SCI&TECH						
Delniški vzajemni sklad Publikum USA						
Delniški vzajemni sklad Triglav Azija						
Delniški vzajemni sklad Triglav Balkan						
Delniški vzajemni sklad Triglav Rastoči trgi						
Delniški vzajemni sklad Triglav Svetovni						
Delniški vzajemni sklad Triglav Top Sektorji						
Delniški Zajček	14,93	11,15	19,01	17,97	50,66	169,59
Delniški Živa	18,09	15,08	23,17	18,76	40,29	150,19
Infond BRIC	18,23	0,18	22,3			
Infond Delniški	15,63	8,54	22,58	27,71	59,95	188,61
Infond Energy	4,51	-7,22	6,47			
Infond Evropa	10,59	1,46	15,22			
KD Balkan, delniški vzajemni sklad		13,10				
KD Novi trgi, delniški vzajemni sklad		-1,72				
KD Rastko	12,58	6,33	18,18	17,96	51,72	188,23
KD Severna Amerika, delniški vzajemni sklad		-7,45				
KD Surovine in energija, delniški vzajemni sklad						
KD Tehnologija, delniški vzajemni sklad						
Krekov sklad Klas	2,40	-7,57	9,55			
Krekov sklad Most		-4,35				
Modri korak	5,92	-0,94				
MP-ASIA.SI	-2,44	-6,67	14,75			
MP-BALKAN.SI		32,75				
MP-ENERGY.SI	-3,44	-11,03				
MP-GLOBAL.SI	1,94	-5,54	15,25	35,43	47,01	
MP-PLUS.SI	5,23	-1,28	10,12	26,88	35,16	
MP-TECH.SI	5,01	-2,20				
MP-TURKEY.SI						
NFD Azija/Oceanija						
NFD Energija						
NFD EVRO/AMERIKA	1,24	-1,15	5,6	16,84		
NFD Finance						
NFD IT						
NFD Novi Trgi						
NFD Zdravstvo						
NLB Skladi - Dinamični sklad delnic	0,84	-3,88	5,53			

NLB skladi - Farmacija in zdravstvo		2,01				
NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa		1,43				
NLB Skladi - Naravni viri		-3,53				
NLB skladi - Sklad evropskih delnic	10,39	3,26	16,15			
NLB Skladi - Sklad slovenskih delnic	18,01	19,15	22,1	11,06		
NLB Skladi - Svetovni sklad delnic	2,91	-1,23	8,61	25,65		
NLB skladi - Visoka Tehnologija		-6,76				
NLB skladi - Visokorastoča gospodarstva		-3,53				
Probanka Beta - delniški	8,99	-2,34	13,15	53,41		
Probanka Novi Trgi						
Publikum International	6,19	1,04	11,48	26,27		
Triglav Steber I	17,92	13,38	23,07			
VS Abančna DZU delniški Azija						
VS Abančna DZU delniški ZDA						
Povprečje	8,52	3,13	14,13	25,27	47,47	174,16

Vir: Spletni portal Finančna točka, 10.10.2006.

Nominalna donosnost delniških skladov slovenskih družb za upravljanje je v letošnjem letu in sicer do 9. oktobra znašala v povprečju 8,52 odstotka. Najvišjo donosnost je v tem obdobju dosegel vzajemni sklad Modra Linija, ki ga upravlja Ilirika družba za upravljanje, in je znašala 19,50 odstotka, najslabše pa se je odrezal sklad družbe za upravljanje Medvešek Pušnik MP-Energy, ki je imel negativno donosnost v višini 3,44 odstotka. Če pogledamo za obdobje zadnjega pol leta, merjeno od 9. oktobra 2006, ugotovimo, da je bila povprečna nominalna donosnost delniških skladov 3,13 odstotka, kar je pod pričakovanji. Še najboljše se je v tem obdobju z izjemno 32,75 odstotno donosnostjo odrezal vzajemni sklad MP-Balkan, ki investira svoja sredstva pretežno na trge bivše Jugoslavije, najslabše pa jo je odnesel Krekov sklad Klas s 7,57 odstotno negativno donosnostjo. Razlog za povprečno slabše donose skladov za preteklega pol leta gre iskati v veliki korekciji tečajev na svetovnih borzah, ki se je zgodila v mesecu maju in deloma juniju letošnjega leta. V obdobju zadnjega leta je znašala povprečna letna nominalna donosnost delniških vzajemnih skladov 14,13 odstotka. V tem obdobju je dosegel največjo donosnost sklad Živa, ki je znašala 23,17 odstotka, najslabšo pa Delniški Svet Abančne družbe za upravljanje, ki je znašala borih 0,22 odstotka. Zagotovo je pri donosnosti igrala ključno vlogo strateška alokacija sredstev sklada, najprej torej koliko sredstev naj ima sklad v delnicah, obveznicah ali v denarju, in pa geografska alokacija, s čimer predvsem mislim na Slovenijo, države bivše Jugoslavije, Evropo, ZDA ali Japonsko. Konec koncev mora imeti upravljavalec sklada tudi srečno roko pri izbiri pravih (zmagovalnih) delnic.

4. UPRAVLJANJE DELNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV

Upravljanje premoženja lahko razumemo kot skrbno zasnovan proces, ki je sestavljen iz zaporedja aktivnosti, s katerimi želimo doseči vnaprej zastavljene cilje. Ta proces je zaključen šele s povratnimi informacijami in nadzorom. Gre za neprekinjen in kompleksen proces, ki temelji tako na kvantitativni kot na kvalitativni analizi. Različni tuji avtorji razumejo upravljanje premoženja kot proces, ki je sestavljen iz treh osnovnih elementov, ki so planiranje, izvedba in povratne informacije.

V sklop planiranja uvrščamo analizo posameznikovih preferenc, želja, potreb, ciljev in omejitev, ki lahko izvirajo od samega posameznika ali pa iz okolja. Zunanje omejitve oz. omejitve, ki izvirajo iz okolja so regulativa, zakonodaja in druge podobne omejitve. Na podlagi vsega tega se oblikujejo investitorjevi cilji in naložbene omejitve, ki se zapišejo v naložbeni politiki posameznega vzajemnega sklada. Naložbena politika sklada je definirana v prospektu sklada in v pravilih upravljanja posameznega vzajemnega sklada. Nadalje sestavlja pomemben del planiranja določitev naložbene strategije, ki v grobem pomeni analizo vrednostnih papirjev in na podlagi le-te njihov izbor. Tu gre tudi za vprašanje ali sklad sledi aktivnemu, pasivnemu ali delno aktivnemu pristopu upravljanja premoženja. Proces planiranja pomeni tudi oblikovanje pričakovanj glede stopnje tveganosti in na drugi strani pričakovanj glede donosnosti posameznih geografskih, panožnih in drugih vrst finančnih trgov. Tako oblikujemo strateško razporeditev naložb, s katero se zaključi proces planiranja. Strateška razporeditev naložb pomeni oblikovanje ustrezne sestave portfelja glede na tveganje in donosnost, ki ga dosežemo s pomočjo razpršitve naložb in različnih optimizacijskih tehnik.

Drugi osnovni element procesa upravljanja premoženja je izvedba. To dejansko pomeni dokončno optimizacijo portfelja, kateri sledi izvedba transakcij prek borzno posredniških hiš in na koncu pregled in preverba vzpostavljenih stanj in pozicij. Z optimizacijo portfelja razumemo doseganje učinkovite sestave portfelja s pomočjo kvantitativnih orodij, katerega končni cilj je doseči najboljše razmerje med donosnostjo in tveganjem premoženja.

Tretji element v procesu upravljanja premoženja predstavlja pridobitev povratne informacije. To je predvsem merjenje uspešnosti upravljanja, pripisovanje donosnosti ter nadzorovanje ter prilagoditev sestave premoženja. Zelo pomembna je informacija o izvoru donosnosti. Izvor donosnosti se v glavnem deli na pričakovano tržno tveganje posameznega naložbenega razreda (strateška razporeditev naložb) in odstopajočo donosnost, ki je posledica aktivnega upravljanja in se nadalje deli na sposobnost tempiranja trga in sposobnost izbora posameznih naložb. Prilagoditev sestave premoženja se lahko zgodi zaradi različnih dejavnikov, največkrat pa pride do tega zaradi spremenjenih razmer na kapitalskih trgih, ki porušijo optimalno razmerje med donosnostjo in tveganjem tako na geografski ravni kot tudi med različnimi naložbenimi razredi. Drugi razlog so lahko spremenjeni zakonodajni okvirji in druga regulativa.

Proces upravljanja premoženja je lahko sestavljen tudi iz naslednjih petih korakov (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 11-14):

1. Določitev naložbene politike
2. Analiza vrednostnih papirjev
3. Oblikovanje portfelja vrednostnih papirjev
4. Revizija portfelja in preverjanje ustreznosti sestave
5. Ugotavljanje uspešnosti upravljanja s portfeljem.

4.1. DOLOČITEV NALOŽBENE POLITIKE

Začetni korak v procesu upravljanja premoženja pomeni določitev ciljev investiranja vzajemnega sklada z upoštevanjem vseh omejitev. V prvi fazi se je potrebno vprašati, kakšni so cilji sklada, komu je namenjen, kakšen bo odnos med tveganjem in donosnostjo, na katere trge bo vlagal in s čim bo zadovoljil vlagateljeve preference in želje. Vse to je definirano v prospektu vzajemnega sklada in v njegovih pravilih upravljanja. Investicijska (ali naložbena) politika sklada je osnovna smernica, ki nam hitro pove, kakšne vrste sklad je in kakšen je vsaj v grobem odnos med tveganjem in donosnostjo. V investicijski politiki so določene temeljne vrste finančnih naložb, ki so primerne za vzajemni sklad. Opredeljuje dolgoročno strateško planiranje, saj so v njej zapisani specifični cilji upravljavcev in načini njihove realizacije, kar pomeni, da obsega nabor smernic in postopkov, ki usmerjajo dolgoročno upravljanje premoženja vzajemnega sklada. Investicijsko politiko lahko razumemo kot dokument, v katerem je zapisano osnovno ravnotežje vzajemnega sklada, ki ni odvisno od trenutnih razmer na finančnih trgih oz. od relativnih razmerij med cenami različni naložbenih razredov, gospodarskih panog ali posameznega vrednostnega papirja. Dosledno in strokovno izvajanje investicijske politike v končni fazi vodi do uspeha, vendar ne zaradi posebnih investicijskih sposobnosti upravljavcev vzajemnih skladov, ampak predvsem zaradi usmeritve le-teh na temeljne cilje in kontinuitete njihovih investicijskih strategij (Bailey, 1997, str. 19).

Celovita investicijska politika vzajemnega sklada, lahko pa tudi posameznika, mora obravnavati veliko različnih vprašanj, ki vplivajo na investicijske odločitve, med njimi pa so pomembni zlasti naslednji (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 13):

- **poslanstvo** – v poslanstvu so določeni dolgoročni finančni cilji vzajemnega sklada. Bogle kot poslanstvo, ki bi ga morali posnemati vsi vzajemni skladi, navaja primer poslanstva nekega podjetja, ki se uvršča med 500 največjih po reviji Fortune, in se glasi približno takole: «Poslanstvo upravnega odbora podjetja je doseči dolgoročno ekonomsko vrednost za delničarje. Upravni odbor je prepričan, da se bo podjetje med primerljivi podjetji uvrstilo v zgornjo tretjino glede na ustvarjeno dodano vrednost za delničarje, ki je izražena kot donosnost na kapital. Člani upravnega odbora morajo razmišljati na tak način, kot da so oni lastniki podjetja, ki poleg sebe predstavljajo še vse druge lastnike (Bogle, 1994, str. 289).» Poslanstvo torej predstavlja nek okvir, iz katerega izhaja upravljavec pri oblikovanju investicijske politike.
- **odnos do tveganja** – z vidika investicijske politike razumemo odnos do tveganja kot verjetnost, da poslanstva ne bomo v celoti izpolnili. Po drugi strani se kaže odnos do tveganja v pripravljenosti sklada, da sprejme tveganje in nosi morebitne posledice izgube, do katere pride zaradi neizpolnitve zastavljenega poslanstva. Upravljavec izbira med večjim tveganjem in večjo pričakovano donosnostjo in obratno. Dobro je, da je v investicijski politiki sklada določeno, kakšna je njegova nevtralna struktura, to je struktura, ki kaže, koliko je sklad izpostavljen tveganju. Nevtralna struktura pomeni neko za sklad normalno tveganje, s katerim bomo dosegli neke zadovoljive normalne stopnje donosa. Agresivna struktura pomeni, da smo se dodatno izpostavili tveganju na trgu in zato tudi pričakujemo dodatne višje stopnje donosa. Ponavadi se upravljalci odločajo za agresivno strukturo, ko pričakujejo rast trga v bodoče in so optimisti. Na drugi strani pa pomeni konzervativna struktura za sklad manjšo izpostavljenost oz. nagnjenost k

tveganju in pričakovano manjšo donosnost. Za tak pristop se upravljavci skladov odločijo, ko pričakujejo padec delniških trgov v prihodnje, in bo v tem primeru premoženje sklada zaradi manjše izpostavljenosti manj padalo. Če pa se upravljavci skladov pri svojih napovedih zmotijo in napačno ocenijo gibanje trgov v prihodnje, lahko zelo pokvarijo donose sklada in tvegajo, da ne bodo vsaj v celoti ne, izpolnili poslanstva.

- **investicijski cilji** – ti so točno določeni cilji, ki so kvantitativno opredeljeni, in ki naj bi jih sklad v določenem obdobju dosegel. Investicijski cilji povedo vlagatelju, kaj lahko od sklada pričakuje, in približno kako in koliko naj se bi investitorjeva sredstva plemenitila. Investicijski cilji so lahko znotraj družbe za upravljanje različno določeni in sicer so lahko določeni na ravni vseh sredstev v upravljanju, na ravni posameznega sklada, na ravni posameznih upravljavcev premoženja ali na ravni posameznih skupin (razredov) naložb. Če hočemo zagotoviti dosledno izvajanje investicijske politike na vseh ravneh investicijskega odločanja, morajo biti investicijski cilji (Bailey, 1997, str. 21-22):

- nedvoumni in merljivi. To pomeni, da morajo biti investicijski cilji natančno in nedvoumno določeni in merljivi, da sploh lahko primerjamo želeno z dejanskim doseženim stanjem.
- v skladu s poslanstvom sklada. Le če se investicijski cilji ujemajo s poslanstvom sklada oz. iz njega izhajajo, lahko njihovo izpolnjevanje pripelje do želenih rezultatov in izpolnitve poslanstva.
- v skladu z odnosom do tveganja upravljavca sklada. Upravljavec sklada, ki je tveganju bolj naklonjen, bo imel določene investicijske cilje bolj agresivne kot tveganju manj naklonjen.

- **politika oblikovanja portfelja** – ustrezno zastavljena in opredeljena politika ter njeno natančno in dosledno izvajanje, je eden najuspešnejših faktorjev, ki vpliva na donosnost in uspešnost vzajemnega sklada. Kako uspešen bo posamezni vzajemni sklad pri doseganju zastavljenih ciljev in izpolnitvi poslanstva, je v večji meri odvisno od ustrezno oblikovane kombinacije osnovnih vrst finančnih naložb, ki omogočajo izpolnjevanje zastavljenih ciljev in se ujemajo z odnosom do tveganja upravljavca sklada. Med upravljavci delniških skladov se uporabljajo različne metode za določanje politike oblikovanja portfelja. Izmed enostavnejših metod bi omenil metodo izbire povprečne (nevtralne) strukture portfelja, to je strukture, ki jo imajo podobni med seboj primerljivi skladi oz. strukture, ki jo priporočajo profesionalni analitiki. Poglavitna prednost te metode je enostavnost implementacije, po drugi strani pa je slabost te metode, da le redkokdaj ustreza natančno določenemu poslanstvu, investicijskim ciljem in odnosu do tveganja posameznega vzajemnega sklada. Zaradi tega so se razvile kompleksnejše, kvantitativne metode oblikovanja portfelja, ki temeljijo na preteklih podatkih. Upravljavci delniških skladov s pomočjo historičnih podatkov iščejo ciljno politiko oblikovanja naložb tako, da izračunavajo pričakovane donosnosti, standardne odklone in korelacije med stopnjami donosa posameznih razredov naložb. Nadalje s pomočjo optimizacijskih tehnik in rezultatov testiranja na preteklih podatkih poizkušajo najti najbolj ustrezno strukturo (politiko) oblikovanja portfelja.

- **aktivno/pasivno upravljanje** – kako upravljati sredstva vzajemnega sklada, to je ali aktivno ali pasivno, je zelo pomembno vprašanje pri opredelitvi investicijske politike. Razhajanja med zagovorniki aktivnega in pasivnega načina upravljanja se v glavnem razlikujejo v pogledu na veljavnost hipoteze o učinkovitosti kapitalskega trga, zato jo bom v nadaljevanju podrobneje predstavil. Prva predpostavka hipoteze o učinkovitosti kapitalskega trga je predpostavka o racionalnih pričakovanjih, ki pravi, da udeleženci na finančnih trgih pri določanju cen vrednostnih papirjev takoj upoštevajo vse informacije, ki so na trgu dosegljive. Posamezni udeleženci tako na trgu ne morejo imeti konkurenčne prednosti pri pridobivanju informacij, da bi na ta način ustvarili donose. Druga predpostavka pravi, da udeleženci na trgu nenehoma trgujejo tako, da se cena vrednostnega papirja giblje neprestano v smeri poštene tržne vrednosti. Iz te predpostavke lahko razberemo, da je trg zelo učinkovit ter da na njem ni priložnosti, ki bi omogočale doseganje nadpovprečne donosnosti oz. nakupov vrednostnih papirjev, ki so nižje od njihove poštene vrednosti, povečane za transakcijske stroške nakupa in prodaje le-teh. Eugene Fama je definiriral tri oblike učinkovitega trga kapitala, ki se med seboj razlikujejo glede na pojmovanje informacij, ki naj bi se takoj in v celoti odrazile v tržnih cenah. Tako imenovana šibka različica pravi, da je trg šibko učinkovit, kadar so informacije pretekle cene vrednostnih papirjev, ki se takoj odrazijo v njihovih tržnih cenah. Srednje močna oblika učinkovitega trga kapitala pravi, da so informacije vse tiste, ki so javno dostopne in vsebuje tudi pretekle cene. Močna oblika učinkovitega trga pa poleg vseh javno dostopnih informacij vsebuje še notranje informacije. Kadar se govori o učinkovitosti kapitalskega trga, imamo navadno v mislih srednje močno obliko, saj je v večini razvitih držav z zakonodajo strogo prepovedano trgovanje z notranjimi informacijami (Sharpe, Aleksander, Bailey, 1999, str. 93). Kako učinkovit je dejansko trg v praksi, je v svoji raziskavi preučeval Robert Shiller. Na podlagi podatkov za daljše zgodovinsko obdobje je prišel do zaključka, da so cene delnic preveč volatilne, da bi jih lahko razložili samo s hipotezo o učinkovitosti kapitalskega trga ter da si je zato cene delnic treba razlagati tudi s pomočjo psihologije množic in obnašanja investitorjev na trgu (Malkiel, 2003, str. 243).

Aktivno upravljani skladi poizkušajo doseči maksimalno donosnost na dva načina: prvič tako, da izberejo tak portfelj vrednostnih papirjih, ki bo zagotavljal kar najvišje razmerje med tveganjem in donosnostjo; in drugič tako, da bodo opazovali in po potrebi naredili revizijo portfelja kot odgovor na spremembe na finančnih trgih (Shukla, 2004, str. 331). Aktivni vlagatelji skušajo premagati trg oz. doseči nadpovprečno donosnost svojega premoženja z načrtnim iskanjem napačno ovrednotenih, to je bodisi podcenjenih ali precenjenih vrednostnih papirjev (Kleindienst, 2001, str. 75). Aktivni upravljavci verjamejo, da trg ni učinkovit ali je vsaj delno neučinkovit oz. da je potreben prehodni čas za vzpostavitev ravnotežnega stanja, kar pomeni, da lahko na trgu najdemo podcenjene vrednostne papirje, ki nam omogočajo realizacijo nadpovprečnih donosov. Lioui in Poncet v svoji raziskavi ugotavljata, da je trg delno neučinkovit in da je možno donosnost lastniških vrednostnih papirjev v prihodnje do neke mere napovedati (Lioui, Poncet, 2003, str. 2222). Na drugi strani pa pasivni upravljavci verjamejo v hipotezo o učinkovitosti kapitalskega trga, kar pomeni, da s strategijo aktivnega upravljanja ni možno doseči nadpovprečnih donosov, saj cene vrednostnih papirjev takoj odražajo vse razpoložljive in javno dostopne informacije. Pasivni vlagatelji menijo, da nimajo dovolj znanja in informacij, da

bi lahko na finančnih trgih z iskanjem podcenjenih in precenjenih vrednostnih papirjev dosegali nadpovprečne donose na dolgi rok (Kleindienst, 2001, str. 77). Pri pasivnem pristopu gre za dolgoročno investiranje, ki je lahko v obliki dolgoročnega nakupa oz. ciljnega investiranja¹¹. Po drugi strani pa gre lahko za posnemanje kriterijskega indeksa (benchmarka), ki ga najbolj uporabljajo pokojninski skladi (Gaivoronski, Krylov, Wijst, 2005, str. 115). Ker pristop narekuje malo sprememb v naložbah znotraj cikla investiranja, je z njim povezanih malo transakcijskih stroškov. Prilagoditev sestave premoženja v upravljanju je potrebna samo takrat, ko sestavlja kriterijskega indeksa spremeni sestavo le-tega. Gre za občasno redno revizijo indeksa, ko se glede na kriterije določeno delnico zamenja z drugo. Pri delno aktivnem pristopu upravljavec sicer sledi izbranemu tržnemu kriterijskemu indeksu, vendar ga skuša z nadzorovanimi prijemi konstantno premagovati. Ti prijemi temeljijo na vgrajevanju lastnih analiz in pričakovanj o posamezni naložbi, ki je podcenjena, in na prilagajanju sestavi premoženja tako, da vključi podcenjene naložbe, vendar obenem obdrži tveganje premoženja nespremenjeno. Pri tem gre za zagotavljanje nevtralnosti zamenjave naložb glede na s strateško razporeditvijo naložb izbrano izpostavljenost sistematičnemu tveganju premoženja.

Odločitev, ali bo investicijska politika slonela na aktivni ali pasivni obliki upravljanja, določa, ali bo upravljavec sredstva sklada zaupal v upravljanje zaradi različnih vzrokov še kateremu drugemu specializiranemu profesionalnemu upravljavcu. V teoriji se odločitev, kolikšno bo število upravljavcev opravi v dveh korakih. V prvem upravljavec premoženja sredstva razporedi na dva dela in sicer na tisti del, ki bo upravljan pasivno, in tisti, ki bo aktivno. Drug korak pa je razporeditev tistih sredstev, ki bodo aktivno upravljane, na nove upravljavce. Ponavadi se upravljavec premoženja odloči, da bo del sredstev dal v upravljanje, ker sam za to ni dovolj specializiran, nima dovolj časa ali izkušenj, ali pa se mu to enostavno splača. Vendar pa mora biti pri odločitvi, komu bo sredstva zaupal v upravljanje zelo previden. Veliko je namreč upravljavcev na trgu, a le malo je takih, ki znajo delati nadpovprečne donose in dobro plemeniti sredstva investitorjev. Tudi psihološki dejavniki in odnos do tveganja igrajo pomembno vlogo pri odločitvi o pasivnem ali aktivnem upravljanju premoženja. Aktivno upravljanje je namreč primerno bolj za tiste vlagatelje, ki imajo dovolj močne živce, da v primeru morebitnih izgub, ki nastanejo po njihovi krivdi, ne bodo zapustili trga in se na ta način odpovedali celoti nadpovprečni donosnosti, ki bi mu jo vrednostni papirji prinesli v prihodnosti.

V zadnjih desetletjih je bilo v tujini opravljenih veliko študij, ki so proučevale uspešnost aktivnega investiranja v vrednostne papirje v primerjavi s pasivnim investiranjem. Največ študij se je nanašalo na ameriški trg kapitala, splošna ugotovitev pa je, da je uspešnost povprečnega aktivnega vlagatelja po upoštevanju vseh transakcijskih stroškov in po prilagoditvi za sprejeto tveganje zaostala za uspešnostjo povprečnega pasivnega investitorja (Shukla, 2004, str. 345). Nadalje Shukla v raziskavi poudarja, da so vzajemni skladi, ki so ustvarili največjo presežno donosnost nad povprečjem primerljivih skladov, zaračunavali višje stroške svojim investitorjem, kar pomeni, da je v ustvarjenem presežnem donosu v večji meri investitorji niso participirali. V ZDA je bilo tako v zadnjih dveh desetletjih približno dve tretjini aktivno upravljanih

¹¹ Pasivni pristop in ciljno investiranje pomeni strategijo kupi in drži (buy and hold strategy).

investicijskih skladov po upoštevanju vseh transakcijskih stroškov in po prilagoditvi za sprejeto tveganje manj uspešnih od pasivno upravljanih indeksnih skladov (Kleindienst, 2001, str. 87). Investitorji, ki iščejo drage informacije, so za to na učinkovitem kapitalnem trgu kompenzirani z nadpovprečnimi donosi, ki pa so le tako veliki, da pokrijejo stroške informiranja (Engstrom, 2003, str. 471). Dodatno na donosnost aktivno upravljanih vzajemnih skladov vpliva geografska oddaljenost trgov, na katere vzajemni sklad investira. Engstrom je v svoji raziskavi pokazal, da so upravljalci skladov uspešnejši pri investiranju na domačih borzah zaradi izkoriščanja lokalnih informacij, in nadaljuje s sklepom, da bolj kot so finančni trgi oddaljeni, slabša je donosnost.

4.2 ANALIZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Naslednja stopnja v procesu upravljanja premoženja je analiza vrednostnih papirjev ali podskupin temeljnih vrst finančnih naložb, opredeljenih v investicijski politiki vzajemnega sklada. Potrebno pa se je zavedati, da je analiza in izbira posameznih delnic manj pomembna od strateške razporeditve in razpršitve premoženja na različne vrste finančnih naložb, o katerih bo govora v nadaljevanju. Investitor lahko premoženje razprši na štiri načine (Kleindienst, 2001, str. 189):

- posamezne delnice izbere povsem po naključju in jim v portfelju dodeli enake uteži,
- izvaja pasivno indeksno strategijo upravljanja na način, da premoženje oblikuje v sestavi, podobno sestavi borznega indeksa, ki ga skuša posnemati,
- ne ukvarja se z izbiro posameznih delnic, ampak premoženje razprši tako, da vlaga v delnice posredno prek investicijskih skladov,
- podrobno preuči posamezne delnice in v portfelj vključi le tiste, za katere meni, da so glede na svoje značilnosti zanj najbolj primerne.

Investitor, ki posamezne delnice izbira bolj po naključju, lahko pod pogojem, da v portfelj vključi dovolj veliko število vrednostnih papirjev (vsaj okrog 30) različnih izdajateljev in različnih finančnih razredov, s precejšnjo verjetnostjo pričakuje, da bo ustvaril podobno donosnost, kot je donosnost na trgu, kjer deluje. Ta ugotovitev še bolj drži za investitorje, ki izvajajo pasivno indeksno strategijo, in oblikujejo premoženje v skladu s sestavo indeksa, ki mu sledijo. Ti vlagatelji lahko pričakujejo, da bodo na dolgi rok dosegli donosnost, ki bo večja od donosnosti bančnega varčevanja. Le vlagatelj, ki ima dovolj znanja, izkušenj in nenazadnje tudi časa, je priporočeno, da se lotijo takega zahtevnega opravila, kot je analiza in izbiranje delnic. Pri iskanju in analiziranju podcenjenih in precenjenih vrednostnih papirjev je možno uporabiti več različnih pristopov, v teoriji in tudi v praksi pa upravljalci uporabljajo predvsem dve osnovni skupini metod, to je tehnično in temeljno analizo vrednostnih papirjev.

Tehnična analiza

Tehnična analiza je po definiciji analiza trenda, ki temelji na preteklih podatkih, ter s katerimi skuša napovedovati gibanje le-teh v prihodnje in tako odkriti priložnosti za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev. Tehnični analitiki verjamejo, da je ključ do uspešnega investiranja v vrednostne papirje v prepoznavanju tržnih trendov. Veliko pozornosti je posvečene preteklemu

gibanju tečajev delnic ter psihologiji množice. Pomembna predpostavka na kateri sloni tehnična analiza je, da se zgodovina ponavlja. Obsežne raziskave v zadnjih dvajsetih letih v tujini, s katero mislim predvsem ameriški kapitalski trg, so pokazale, da pretekli donosi vsebujejo neko informacijo glede prihodnjih pričakovanih donosov (Grinblatt, Moskowitz, 2004, str. 542). Tako kratkoročni (manj kot en mesec) kot dolgoročni (tri do pet let) pretekli donosi so inverzno povezani s povprečnimi prihodnjimi donosi, medtem ko je vmesno obdobje (tri do dvanajst mesecev) pozitivno povezano s povprečnimi prihodnjimi donosi. Tehnični analitiki se ne ukvarjajo z uspešnostjo delovanja podjetja, napovedim za prihodnost, raznimi kazalci, okoljem v katerem podjetje deluje, čeprav priznavajo vrednost teh informacij, a pravijo, da za uspešno trgovanje z delnicami niso nujno potrebne. Menijo, da se bo na pomemben dogodek, ki bi utegnil odločilno vplivati na prihodnjo uspešnost poslovanja podjetja, trg odzval počasi (Kleindienst, 2001, str. 200). Nadpovprečno donosnost pri trgovanju z vrednostnimi papirji bodo ustvarile osebe, ki bodo to informacijo prve spoznale in jo pravilno ovrednotile. Tehnični analitiki so prepričani, da morajo takšno informacijo zaznati tako, da nenehno preučujejo tržne trende oz. vrednosti tečajev vrednostnih papirjev in tudi prometa z vrednostnimi papirji. Če velja hipoteza o učinkovitosti trga kapitala, tehnična analiza na učinkovitem kapitalskem trgu ne more dati zadovoljivih rezultatov, saj se tečaji delnic novim informacijam sproti in v trenutku prilagodijo. Raziskave kažejo, da ima tehnična analiza pri povprečnem ameriškem analitiku le okoli 10 odstoten pomen pri odločanju, medtem ko ima temeljna analiza 90 odstoten pomen. Analitiki razumejo tehnično analizo več ali manj kot pripomoček pri odločanju o tem, kdaj določen vrednostni papir kupiti oz. prodati, nikakor pa se na podlagi tehnične analize ne odločajo o izbiri vrednostnega papirja. Za neprofesionalne vlagatelje, ki se vsakodnevno ne ukvarjajo s kapitalskim trgom in ki ne poznajo dobro raznih matematičnih in statističnih modelov, tehnična analiza ni najbolj primeren instrument za analizo vrednostnih papirjev. Dodaten razlog leži v njeni kratkoročni naravi, saj napoveduje gibanje tečajev vrednostnih papirjev na kratek rok, večina investorjev pa vlaga na daljše časovno obdobje. Tako ostane temeljna analiza ena glavnih metod za analiziranje vrednostnih papirjev.

Temeljna analiza

Temeljna analiza proučuje in analizira informacije, ki zadevajo trenutno in prihodnjo uspešnost poslovanja ter tveganje podjetja, in poskuša določiti pravo notranjo vrednost podjetja. V nasprotju s tehničnimi analitiki temeljnih analitikov analiza trenda in množic, ki se zbirajo pred posameznim izdelkom, ne zanima (Kleindienst, 2001, str. 202). Ukvarjajo se izključno s kakovostjo blaga, v tem primeru vrednostnih papirjev. Prepričani so, da kakovostno blago na trgu prej ali slej dobi pravo notranjo vrednost. Temeljnega analitika na podlagi vseh zbranih informacij zanimajo predvsem tisti vrednostni papirji, s katerimi se na trgu trguje po nižjih vrednostnih, kot jo dejansko ima. Drugače povedano, zanimajo ga tisti vrednostni papirji, katerih tržna vrednost je manjša od njegove notranje vrednosti. Temeljna analiza daje velik poudarek analizi računovodskih podatkov podjetij, splošnim gospodarskim gibanjem in ekonomskim razmeram v okolju, v katerem podjetje deluje, zlasti ravni in gibanju obrestnih mer, inflacije in gospodarske rasti. Pomembna je tudi ocena tveganja v podjetju, ocena položaja podjetja znotraj panoge in med konkurenti, analiza panoge v kateri podjetje deluje, sposobnosti in menedžerskim

spretnostim vodstva ter podobnim dejavnikom. Ogrodje za oceno vrednosti podjetja daje analiza prihodnjih denarnih tokov, kar pomeni, da se pričakovani denarni tokovi, ki naj bi jih podjetje v prihodnosti prinašalo lastnikom podjetja prevedejo na sedanji trenutek. To se napravi tako, da se prihodnje denarne tokove diskontira na sedanjo vrednost, za diskontni faktor pa se vzame tveganje, da ti denarni tokovi ne bodo realizirani. Delnice različni podjetij se med seboj razlikujejo po stopnji tveganja. Če je delnica določenega podjetja bolj tvegana od povprečne delnice na trgu, ji je potrebno prišteti še dodatno premijo za tveganje. Če je delnica podpovprečno tvegana, pa osnovno tržno premijo¹² ustrezno znižamo. Večje kot je tveganje lastniškega kapitala podjetja, večja bo premija za tveganje delnice in manjša bo njena vrednost.

Investitorji zahtevajo, da finančna naložba prinese določeno donosnost iz vsaj treh osnovnih razlogov (Kleindienst, 2001, str. 211):

1. Z nakupom finančne naložbe se odrečejo delu svojih sredstev v korist bodoči potrošnji. To dejstvo drži ne glede na to, v kateri vrsti finančne naložbe posameznik plemeniti svoje prihranke. Nadomestilo za odrekanje delu svojih sredstev je torej del pričakovane (obljubljene) donosnosti finančne naložbe.
2. Z nakupom finančne naložbe investitor prevzema inflacijsko tveganje. Vlagatelje zanima predvsem realna donosnost, to je koliko bodo realno lahko več kupili, ker se odrečejo današnji potrošnji. Naložba mora zato kriti tudi prihodnjo inflacijo, ki pomeni zmanjšanje kupne moči. Del donosnosti izvira torej iz ohranjanja realne vrednosti naložbe skozi časovno obdobje.
3. Z nakupom finančne naložbe lahko investitor prevzema dodatna tveganja. Za prva dva dela izvora donosnosti finančne naložbe je značilno, da jih zahtevajo investitorji za vse razpoložljive finančne naložbe, torej tudi za netvegane oz. nizko tvegane kot so državne obveznice ali bančne vloge. Delnice in obveznice pa ponavadi zahtevajo dodatno premijo za tveganje, ki bo upravičila sprejemanje tega dodatnega tveganja, ki so mu podvrženi predvsem lastniški vrednostni papirji.

Eno glavnih vprašanj, s katerimi se upravljavci pri analizi in iskanju vrednostnih papirjev ukvarjajo je, koliko je delnica dejansko v resnici vredna. Na to daje zagotovo nek odgovor temeljna analiza, vendar pa je to zahtevna naloga, za katero porabimo ogromno časa, ter za katero je potrebno imeti tudi ustrezno znanje. Ali tečajji delnic na borzi odražajo pravo vrednost, ter kateri so podcenjeni ali precenjeni, je težko vprašanje. Zagotovo pa se tečajji delnic na organiziranih trgih oblikujejo v skladu s ponudbo in povpraševanjem, kot je to značilno za vse dobrine. Investitor pa lahko na tečaje delnic na borzi gleda iz dveh zornih kotov in sicer lahko tečajem na borzi verjame ali pa ne. Če jim verjame, potem tečajji na borzi odsevajo približno notranjo vrednost podjetja in v bistvu ni potrebe po analizah, da bi to dokazal. Na visoko učinkovitih kapitalskih trgih tečajji delnic na trgu večino časa dobro odražajo realno vrednost delnic, kar pomeni, da je na teh trgih zelo težko dosežati nadpovprečno donosnost z aktivnim investiranjem v delnice. Na drugi strani, če investitor ne verjame tečajem na borzi, ter domneva

¹² Osnovna tržna premija za tveganje delnic je razlika med donosnostjo, ki jo povprečen vlagatelj zahteva za povprečno tvegano delnico na trgu, in donosnostjo, ki jo nudijo netvegani oz. nizko tvegani kratkoročni državni vrednostni papirji oz. državne obveznice.

da tečajji delnic na trgih pomembneje odstopajo od notranje vrednosti podjetja, z analizo delnic poskuša poiskati tiste delnice, ki so podcenjene, in tako ustvariti nadpovprečno donosnost.

Vrednotenje finančnih naložb

Temeljni analitiki poskušajo z različnimi metodami, ki so se razvile skozi čas, identificirati tiste delnice, ki so precenjene oz. podcenjene glede na njihovo pravo vrednost, ki se jo da izračunati iz finančnih podatkov. Ena od zelo uporabnih metod je metoda tržne oz. notranje vrednosti delnice. Finančne naložbe, med katere spadajo tudi vrednostni papirji, imajo neko pričakovano donosnost ob neki sprejeti ravni tveganja. To predstavlja osnovo za njihovo finančno vrednotenje. Osnovne značilnosti vrednotenja finančnih naložb so naslednje:

1. Večji kot bodo pričakovani denarni tokovi, ki jih bo določena finančna naložba prinesla investitorju, in prej, ko bodo ti denarni tokovi dejansko nastali, večja bo sedanja vrednost finančne naložbe.
2. Večje kot bo tveganje, da se bo pričakovana donosnost razlikovala od dejanske, manjša bo sedanja vrednost naložbe.

Odnos med tveganjem in pričakovano donosnostjo finančne naložbe lahko prikažemo s formulo, s katero dejansko računamo sedanjo vrednost naložb. To v finančni teoriji imenujemo metoda diskontiranja prihodnjih denarnih tokov (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 610).

$$V(\text{notranja vrednost}) = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}$$

n = število obdobj

D_i = donos finančne naložbe konec obdobja n

r = zahtevana donosnost naložbe, kot mera za tveganje

Zgornja enačba za temeljne analitike ni najbolj uporabna za določanje vrednosti cene delnic, saj zahteva napovedovanje dividend za vsako leto vnaprej dokler podjetje ne preneha delovati. Zato so v praksi formulo poenostavili in sicer tako, da predpostavljamo, da bodo dividende rasle po neki stabilni (konstantni) rasti, ki jo imenujemo g, neskončno dolgo v prihodnje. Tako se nova poenostavljena formula glasi (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 611):

$$V(\text{notranja vrednost}) = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}$$

Formula prikazuje model konstante rasti prihodnjih denarnih tokov oz. Gordonov model, po ekonomistu Myronu J. Gordonu, ki je populariziral ta model. Med finančnimi analitiki v svetu obstaja velika stopnja soglasja, da je ta formula osnovna formula za vrednotenje finančnih naložb. Kljub njeni preprostosti pa jo v praksi ni enostavno uporabljati, jasno pa kaže, kateri od dejavnikov vplivajo na notranjo vrednost delnice (Kleindienst, 2001, str. 236-238):

- uspešnost poslovanja podjetja v prihodnosti

Bolj kot bo uspešno podjetje pri poslovanju v prihodnosti, večji torej kot so pričakovani čisti dobički podjetja, več dividend bo lahko izplačalo podjetje svojim delničarjem in večja bo notranja vrednost delnic. Iz tega lahko razumemo, kako pomembna so pričakovanja o poslovanju podjetja in objava rezultatov, ki jih praviloma podjetja na mednarodnih kapitalskih trgih objavljajo četrtletno. Če so objave podjetij nad pričakovanji analitikov, cena delnice narase, obratno pa se zgodi, če so objave slabe, kar pomeni, pod pričakovanji trga. Poleg tega, kaj podjetje objavi vsak kvartal oz. polletno, je pomembno tudi, kaj napove za naprej. To je, ali pričakuje oz. vztraja pri dosedanjih napovedih prihodkov in dobička, ali jih mogoče zmanjšuje ali celo povečuje. Vse to se na razvitih finančnih trgih hitro vračuna in odrazi v ceni delnice.

- raven obrestnih mer v gospodarstvu

Gotovo je, da med finančni instrumenti na trgu delnice konkurirajo bančnim vlogam, kratkoročnim vrednostnim papirjem, obveznicam in ostalim dolžniškimi vrednostnim papirjem. Povezava med bančnimi vlogami oz. dolžniškimi vrednostnimi papirji in delnicami pa je naslednja: ko se zmanjša raven realni obrestnih mer v nekem gospodarstvu, se privlačnost delnic kot finančnega instrumenta poveča, saj investitor del prihrankov iz manj donosnih naložb preseli v bolj donosne naložbe (delnice). Posledično se zaradi selitve prihrankov v delnice in večjega povpraševanja po delnicah tečaji delnic povečajo. V obratni situaciji, ko torej obrestne mere rasejo, pa tečaji delnic padajo. V formuli predstavlja raven obrestnih mer v nekem gospodarstvu nominalna netvegana obrestna mera, ki je sestavni del zahtevane donosnosti naložbe(r).¹³

- zahtevana donosnost povprečne delnice (tržna dolgoročna premija)

Tržna dolgoročna premija za delnice je razlika med donosnostjo, ki jo povprečen investitor zahteva za povprečno tvegano delnico na trgu, in donosnostjo, ki jo ponujajo netvegani oz. nizko tvegani kratkoročni državni vrednostni papirji. Kakšna je ta premija, je odvisno od države do države od gospodarskega cikla, volatilitosti na trgu in drugih dejavnikov, dejstvo pa je, da je nižja na najbolj razvitih finančnih trgih in ustrezno višja v razvijajočih se gospodarstvih. Analitiki so v povprečju mnenja, da se ta premija giblje v razvitih tržnih gospodarstvih nekje med 4 in 7 odstotki letno, na manj razvitih pa je višja približno za eno do tri odstotnih točk. Ta premija se spreminja na daljše obdobje, njeno povišanje ima negativen vpliv na ceno delnic, kar pomeni da se bo vrednost delnic zmanjšala, če pa se premija zmanjša, se bo cena lastniških vrednostnih papirjev povečala.

- premija oz. diskont za tveganje delnice določenega podjetja

Na finančnih trgih se vsaka delnica med seboj razlikuje po višini tveganja, saj vsaka zase predstavlja točno določeno višino tveganja, kar pomeni, da na trgu skorajda ni dveh delnic, ki bi imele enako tveganje. Če je delnica podjetja bolj tvegana od izračunane povprečne delnice na

¹³ Zahtevana donosnost naložbe, ki jo predstavlja črka r , je sestavljena iz treh vrst in sicer: netvegane obrestne mere, zahtevane dodatne donosnosti povprečne delnice na trgu zaradi tveganja, ki ga vsebujejo delnice, in zahtevane dodatne donosnosti delnice določenega podjetja nad zahtevano donosnostjo povprečne delnice (če je delnica določenega podjetja nadpovprečno tvegana, ima zahtevana dodatna donosnost pozitiven predznak, če pa je delnica določenega podjetja na trgu podpovprečno tvegana, ima zahtevana dodatna donosnost negativen predznak).

trgu, ji je potrebno dodati premijo za tveganje, saj investitorji za dodatno enoto tveganja zahtevajo dodatno ustrezno nadomestilo oz. višjo donosnost. Na drugi strani pa, če imamo opravka z delnico podjetja, ki je manj tvegana od povprečja, pa je potrebno premijo ustrezno znižati oz. gre v tem primeru za diskont. Taka delnica bo zaradi manjše stopnje tveganja na trgu več vredna, obratno pa velja za delnico, ki je nadpovprečno tvegana. V bolj tvegane projekte kot se podjetje spušča, bolj je delnica tvegana in manjša je njena vrednost na borzi, seveda ob pričakovani (obljubljeni) višji stopnji donosa.

- pričakovana stopnja rasti podjetja

V povprečju na dolgi rok dobički večine podjetij in posledično dividende naraščajo, tako kot posledično narašča vrednost delnic. Če se za podjetje pričakuje, da bo raslo v prihodnje zaradi različnih vzrokov po višji stopnji, bo vrednost delnic skladno s formulo za vrednotenje finančnih naložb, narasla. Po drugi strani pa bo vrednost delnic padla, če se pričakuje zmanjšanje stopnje rasti dobička, prihodkov in drugih finančnih kazalcev, ki kažejo na uspešnost poslovanja podjetja v prihodnje.

- delež čistega dobička v obliki dividend

V osnovi na finančnih trgih velja, da višja kot bo dividenda, večja bo cena delnice, saj bo višje povpraševanje po taki delnici. Vendar pa ni glavni cilj podjetja da izplača čim višjo dividendo, saj velja tudi naslednje pravilo: večji kot bo delež dobička, ki ga bo podjetje izplačalo v obliki dividend, manjša bo pričakovana stopnja rasti čistih dobičkov v prihodnje, ker bo podjetje manj vlagalo v razvoj donosnejše projekte. Podjetje mora torej najti ustrezno mešanico oz. ravnotežje med deležem, ki ga bo namenilo za dividende in deležem, ki ga bo reinvestiralo v svoje poslovanje za bodočo rast in nadaljnji razvoj. V teoriji velja, da naj bi tista podjetja, ki imajo na voljo veliko dovolj donosnih projektov, izplačala manj čistega dobička v obliki dividend, tista, ki nimajo dovolj ustrezno donosnih projektov pa več čistega dobička v obliki dividend, če želijo maksimizirati vrednost delnic. Tako je na primer značilno, da mlada, hitro razvijajoča podjetja, ki so v fazi rasti, več let sploh ne izplačujejo dividend, na drugi strani pa podjetja iz zrelih panog, izplačujejo pretežni delež svojega dobička v obliki dividend.

4.3 OBLIKOVANJE PORTFELJA

V splošnem je glavna naloga upravljavca premoženja izoblikovati portfelj, da pa pridemo do tega, je potrebno določiti šest bistvenih elementov (Lofthouse, 2001, str. 2):

1. Določitev investicijskih ciljev.
2. Določitev naložbenih razredov, ki jih bomo vključili v portfelj (alokacija sredstev).
3. Določitev strateške alokacije znotraj naložbenih razredov.
4. Določitev taktične alokacije znotraj naložbenih razredov.
5. Izbrati strategije, ki jih bomo uporabili znotraj naložbenih razredov.
6. Oceniti, kako uspešno odločitve, ki smo jih naredili v korakih od 2 do 5, zasledujejo načrtane cilje.

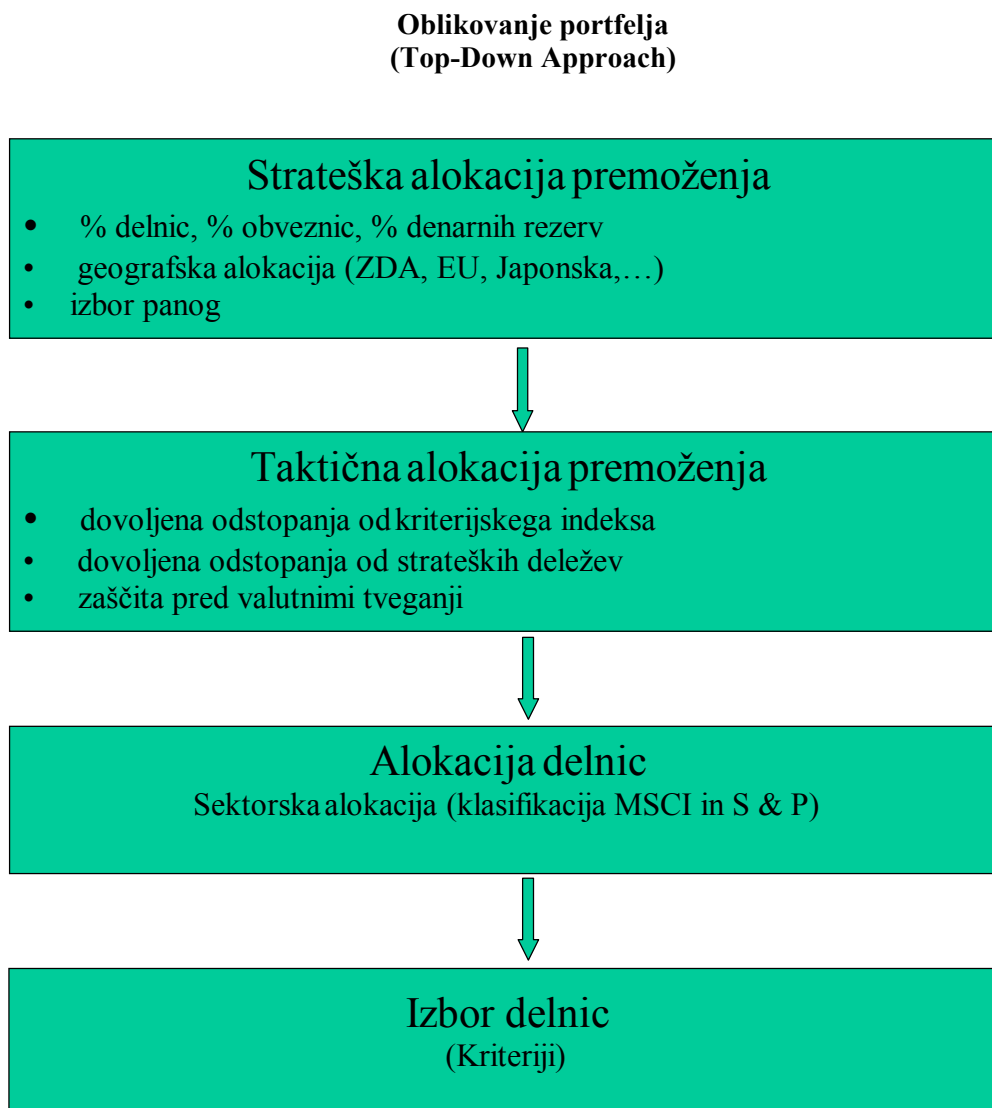
Določitev investicijskih ciljev pomeni opredelitev rezultatov, za katere rečemo, da so odraz uspešnega upravljanja z naložbami. Cilji so največkrat določeni kvantitativno, za vnaprej določeno obdobje in so lahko določeni na nivoju posameznega sklada, naložbenega razreda ali za posameznega upravljavca. Cilji morajo izpolnjevati določene pogoje, da si z njimi lahko pomagamo:

- Biti morajo merljivi in jasni, da lahko primerjamo uspešnost upravljanja glede na postavljene cilje.
- Biti morajo skladni s poslanstvom sklada, da lahko tako z izpolnjevanjem investicijskih ciljev hkrati izpolnimo poslanstvo sklada.
- Biti morajo skladni z upravljavčevim odnosom do tveganja, kajti če je upravljavalec preveč naklonjen tveganju, bodo investicijski cilji agresivni in obratno.

Določitev investicijskih ciljev ima dvojno vlogo in sicer se nanaša tako na prihodnje poslovanje sklada kot na preteklo poslovanje. Ko investicijske cilje primerjamo z doseženimi rezultati in ugotavljamo uspešnost upravljanja, imajo investicijski cilji retrospektivno vlogo. Na drugi strani pa so cilji investicijske politike tisti, ki na začetku pomagajo določiti strukturo premoženja in izbrati upravljavca in imajo torej perspektivno vlogo.

V fazi oblikovanja portfelja se dokončno izbere posamezne vrednostne papirje, v katere bo vzajemni sklad naložil svoje premoženje in tudi opredeli delež, ki ga bo posamezni vrednostni papir predstavljal v premoženju vzajemnega sklada. Da pa pridemo do tega deleža, sta potrebni dve fazi. Najprej se na podlagi analiz selekcioniira, katere vrednostne papirje bomo izbrali v portfelj. V drugi fazi oblikujemo pričakovanja glede profila tveganja in donosnosti posameznih segmentov finančnih trgov v prihodnje, to je kapitalskega trga posamezne države oz. posameznega naložbenega razreda ali naložbenega stila. Tej fazi lahko rečemo tudi strateška alokacija naložb in predstavlja najpomembnejšo fazo v procesu oblikovanja portfelja, saj glede na študijo Brinsona pojasnjuje okrog 90 odstotkov donosnosti portfelja. Podobno v svoji študiji ugotavlja Sharpe, ki pravi, da naj bi strateška alokacija sredstev med več različnih naložbenih razredov pojasnila okrog 97 odstotkov donosnosti sklada (Sharpe, 1992, str. 7-19). Poleg strateške alokacije naložb poznamo in uporabljamo tudi taktično alokacijo naložb. Razlika med obema je v tem, da se strateška alokacija oz. razporeditev nanaša na razdelitev premoženja sklada glede na dolgoročne napovedi in pričakovanja upravljavca in predstavlja neko ogrodje in pot po kateri bo šel sklad naprej, taktična alokacija pa se nanaša na razdelitev sredstev sklada glede na kratkoročna predvidevanja. Pri taktični alokaciji gre torej za trenutni odmik od načrtane poti, ki jo predstavlja strateška alokacija, zaradi trenutnih predvidevanj in pričakovanj na kapitalskih trgih. Tako se na primer upravljalca lahko odloči, da bo v določenih obdobjih bolj izpostavil določenemu sektorju ali skupini dejavnosti, določenemu trgu, valuti ali delnici z višjo stopnjo tržnega tveganja. V finančni teoriji zasledimo dva pristopa oblikovanja portfelja in sicer pristop od spodaj navzgor (»bottom up approach«) ali od zgoraj navzdol (»Top-Down approach«). Na slovenskem finančnem prostoru je bolj v uporabi slednji, zato ga v nadaljevanju podrobneje grafično predstavljam.

Slika 11: Oblikovanje portfelja po pristopu od zgoraj navzdol



Vir: Lastni prikaz.

V nadaljevanju bom bolj podrobno predstavil obe fazi oblikovanja portfelja sklada, ki sta ključni v procesu upravljanja premoženja, to je strateške alokacije in z njo povezane taktične alokacije, in pa faze izbora delnic, s katero bom tudi začel.

4.3.1 FAZA IZBORA DELNICE

Upravljalci sklada morajo med množico delnic, s katerimi se trguje na finančnih trgih, izbrati delnice tistih podjetij, da bodo, ko bodo vključena v portfelj, prinašala najboljšo kombinacijo med pričakovano donosnostjo in tveganjem. Na tem mestu ne smemo pozabiti na cilje in omejitve, s katerimi se srečuje upravljavec pri izboru ustreznih delnic, ki jih bo vključil v premoženje sklada. Izbira delnic temelji na osnovnih kriterijih kot so velikost podjetja, likvidnost, panoga v kateri podjetje deluje in na fundamentalnih kriterijih, ki jih razberemo iz letnih in polletnih poročil ter drugih objav podjetij. Da bomo lažje izbirali in selekcionirali delnice, bom predstavil dve osnovni skupini delnic, ki se med seboj razlikujeta glede na raven

njihovega tveganja in pričakovane donosnosti, to sta delnice rasti (growth stocks) in delnice zrelih podjetij, ter še nekatere druge zanimive skupine delnic.

Delnice rasti

Delnice rasti lahko opredelimo kot tiste delnice, pri katerih pričakujemo, da bo stopnja rasti čistih dobičkov na delnico na srednji rok (5-7 let) preseгла stopnjo rasti čistih dobičkov na delnico povprečnega podjetja na finančnem trgu. Ko slišimo izraz delnice rasti, imamo pogosto v mislih podjetja iz inovativnega in hitro rastočega tehnološkega sektorja, poleg tega pa jih najdemo tudi v elektroniki, internetni in biotehnologiji, računalniških panogah in podobnih sektorjih. Za te delnice je skupna značilnost, da izplačujejo zelo malo ali nič dividend, saj večinoma ves dobiček reinvestirajo v številne donosne projekte, ki jih imajo na voljo, ter v razvoj. Investitorji, ki vlagajo v delnice rasti, lahko opazijo, da imajo ta podjetja v začetnih letih zelo nizko ali celo negativno donosnost, ki pa skozi leta hitro narašča. Kljub temu rastejo tečaji teh delnic nadpovprečno. Razlog gre iskati v pričakovanih prihodnjih čistih dobičkih oz. dividendah, ki se ob strmi rasti prihodkov podjetja povečujejo. Ker rastejo tečaji delnic rasti nadpovprečno, to pomeni, da na trgu dosegajo nadpovprečno donosnost, in so torej te delnice tudi nadpovprečno tvegane. To pa nadalje pomeni, da je tudi volatilitnost tečajev delnic visoka in tako kot tečaji rastejo lahko hitro tudi padejo. Nadpovprečna donosnost delnic rasti je nagrada investitorju v to vrsto delnic za prevzemanje nadpovprečnega tveganja. Ker tečaji delnic rasti hitro rastejo, so tudi fundamentalni kazalci in vrednotenja relativno visoka, vsemu skupaj pa daje zagon visoka pričakovanja o prihodnjih čistih dobičkih podjetja oz. o uspešnosti poslovanja podjetja v prihodnje.

Delnice zrelih podjetij

Zrela podjetja oz. delnice zrelih podjetij bomo najlažje našli v panogah, ki so v svojem ciklu že prešle fazo visoke stopnje rasti in se nahajajo v fazi zrelosti. Te panoge so zlasti kemična, avtomobilska, javna oskrba, tekstilna in jeklarska panoga. Za delnice zrelih podjetij je značilno, da znaten delež čistega dobička, ki ga ustvarijo, izplačajo v obliki dividend svojim delničarjem. Razlog je preprost: podjetja, ki so že prešla fazo visoke rasti nimajo na voljo dovolj donosnih projektov, da bi investirala svoj dobiček, ampak je za podjetje, če hoče maksimizirati svojo vrednost najbolje, da dobiček izplača. Tako je donosnost podjetja razmeroma visoka, vendar so pričakovani prihodnji dobički manjši oz. stopnja rasti manjša, kot pri delnicah rasti. Ker so pričakovani dobički manjši, je tudi rast tečajev teh podjetij na borzi zmerna oz. manjša od povprečja, kar pomeni, da so delnice zrelih podjetij povprečno ali podpovprečno tvegane za razliko od delnic rasti. Pri analizi delnic zrelih podjetij opazimo, da se z njimi trguje po povprečnih ali celo podpovprečnih kazalnikih vrednotenja. Glede na to da so te delnice v povprečju podpovprečno tvegane, so primerne za relativno konservativne investitorje, ki ne želijo veliko tvegati

Ostale skupine delnic

Glede na ekonomske značilnosti, upravljavci pri izboru delnic, iščejo tudi delnice iz naslednjih skupin. Predvsem so te skupine delnic pomembne pri izboru v smislu odvisnosti od stopnje gospodarskega cikla, v katerem se posamezna država nahaja.

Ciklične delnice, so delnice podjetij, katerih rast prihodkov in dobičkov se giblje v skladu z gospodarskim ciklom posamezne države. Če se gospodarstvo neke države nahaja v ekspanziji, to pomeni, da dobički teh podjetij zrastejo več kot povprečnemu podjetju v panogi in temu ustrezno tudi tečaji delnic na borzah. Po drugi strani, če se gospodarstvo nahaja v recesiji, dobički podjetij, ki jih uvrščamo med ciklične delnice, največkrat upadejo bolj kot povprečnemu podjetju v panogi in temu ustrezno tudi cena delnic na borzah. Med ciklične delnice uvrščamo podjetja iz naslednjih panog po klasifikaciji GICS: ciklične potrošne dobrine, finance, industrija, investicijske dobrine, transport, energija in javna oskrba.

Obrambne delnice, so delnice podjetij, katerih rast prihodkov in še posebej dobičkov je razmeroma stabilna in se dosti ne spreminja, ne glede na to, v kateri fazi gospodarskega cikla se posamezno gospodarstvo nahaja. To pomeni, da te delnice zagotavljajo investitorju neko stabilno rast premoženja tudi v času gospodarskih recesij. Razlog za stabilne dobičke teh podjetij gre iskati v stabilnem povpraševanju po proizvodih in storitvah, ki jih podjetje ponuja, in ki je skorajda neodvisno od razmer v gospodarstvu. Za obrambne delnice je značilno, da prinašajo nadpovprečne donose v času gospodarske recesije, saj se večina investitorje zateče v to vrsto delnic in tako močno dvigne povpraševanje po teh delnicah in posledično tudi tečaje na borzah. Po drugi strani pa v času gospodarske rasti in ekspanzije delnice teh podjetij po donosnosti običajno zaostajajo za donosnostmi delnic povprečnih podjetij na trgu. Običajno so obrambne delnice primerne za investitorje, ki niso preveč naklonjeni tveganju. Med obrambne delnice uvrščamo podjetja, ki proizvajajo osnovne življenjske potrebščine, kot so hrana in pijača, in zdravila, po katerih je konstantno povpraševanje.

Blue-chip delnice, so delnice največjih svetovnih podjetij, ki imajo med investitorji na finančnem trgu sloves zelo varnih naložb, kar je vračunano v ceno delnice, še posebej v težkih časih, ko tečaji delnic na borzah padajo. Značilnost te skupine delnic je stabilna, kontinuirana rast dobičkov in pa vsakoletno izplačilo dividend, kar prinaša investitorju stabilen denarni tok. Delnice teh podjetij predstavljajo v globalnih srednje tveganih skladih osnovno strukturo portfelja naložb. Prav tako se delež teh naložb v portfelju sklada poveča v času padanja tečajev, saj cene delnic blu-chip podjetij ponavadi padejo manj od tečajev delnic povprečnega podjetja na trgu.

Delnice, ki so občutljive na spremembo obrestne mere, so delnice tistih podjetij, katerih korelacija med tečaji delnic na borzi in spremembo obrestnih mer je zelo močna in negativna. To pomeni, da se v primeru, da se splošna raven obrestnih mer v gospodarstvu zmanjša, tečaji teh delnic nadpovprečno povečajo in obratno. Obrestne mere so eden najpomembnejših instrumentov, s katerimi monetarne oblasti kontrolirajo gospodarstvo, inflacijo, predvsem v smislu, da gospodarska rast ni prehitra, oz. da je inflacija pod nadzorom, in v času recesije, ko se z nizkimi obrestnimi merami in poceni zadolževanjem skuša vzpodbuditi gospodarstvo, da bi

raslo. Inflacija igra zelo pomembno vlogo pri donosnosti delnic in jo lahko delno tudi razloži (Vassalou, 2000, str. 434). To pomeni, da je premija za tveganje inflacije do določene mere že vkalkulirana v tečaje delnic. Običajno trend zniževanja ključnih obrestnih mer v gospodarstvu ugodno vpliva na delniški trg, medtem ko ima zviševanje obrestnih mer obraten učinek. V skupino delnic, ki so občutljive na spremembo obrestne mere, uvrščamo delnice podjetij iz avtomobilske panoge, financ in gradbeništva, katerih čisti dobički so močno povezani z gibanjem ključne obrestne mere v gospodarstvu.

4.3.2 GLAVNI TEMELJNI KRITERJI IZBORA DELNIC

Na finančnih trgih obstaja množica delnic, s katerimi se vsakodnevno trguje, in ki so potencialne tarče, da jih upravljavec premoženja uvrstitev v portfelj. Ker je praktično nemogoče, da bi upravljavec in analitiki pregledali vse delnice na kapitalskem trgu, je v prvi fazi potrebno ta seznam delnic nujno skrajšati na neko obvladljivo število. Pri tem se najpogosteje uporabljata naslednji dve merili.

1. Velikost podjetja

Velikost podjetja se največkrat meri s tržno kapitalizacijo, ki jo izračunamo po naslednji formuli:

tržna kapitalizacija = število izdanih delnic × tečaj delnice na borzi

V procesu zmanjševanja števila delnic, ki so potencialne naložbene priložnosti, in krčenja izbora, je najbolj pogosto uporabljeno merilo velikost podjetja. Za velika podjetja velja, da so bolj varna od majhnih, da so informacije ažurnejše in lažje dostopne, da obstaja vrsta različnih analiz in nakupnih oz. prodajnih priporočil največjih analitskih hiš. Seveda pa je velikost podjetja kot merilo relevantno v primeru, da nimamo omejitev, ki bi prepovedovale nalaganja v večja podjetja ali kakršnekoli podobne restrikcije.

2. Likvidnost delnice

Ko krčimo nabor potencialnih delnic, ki bi jih vključili v portfelj, se v praksi pogosto poslužujejo merila likvidnosti oz. prometnosti delnice. To pomeni, da se pogleda zgodovinske podatke, in se ugotovi, koliko prometa oz. koliko sklenjenih poslov je bilo v povprečju opravljenih z določeno delnico na dan ali v določenem obdobju. Likvidnost delnice je pomemben element izbora delnice, saj manjša likvidnost pomeni, da je delnico težko prodati in tako priti do denarja oz. jo lahko prodaj, vendar po precej nižji ceni. Podobna ugotovitev velja za nakup, in sicer pomeni, da jo je težko kupiti, še posebej če imamo večje količine, ali pa jo lahko kupiš, vendar po precej višji ceni kot je njena tržna vrednost. To je cena, ki jo plačamo za nelikvidnost. Pri izboru delnic so poskušamo čimbolj izogibati nelikvidnim delnicam prav zaradi težav z njihovimi nakupi oz. prodajami in s tem povezanimi stroški. Med velikostjo podjetja in likvidnostjo obstaja zelo visoka stopnja korelacije, kar pomeni, da so podjetja z veliko tržno kapitalizacijo med najbolj likvidnimi delnicami in obratno.

Glavni dokument, ki ga mora objaviti vsaj enkrat letno javna delniška družba, je letno poročilo. V tem dokumentu so vsebovane vse glavne informacije o poslovanju družbe, od katerih so najpomembnejši računovodski izkazi ter drugi kazalniki, s katerimi je predstavljeno poslovanje podjetja za obdobje nekaj zadnjih let. Nekatera podjetja izdajajo tudi polletna poročila, v tujini pa veliko podjetij poroča rezultate poslovanja za vsake pretekle tri mesece. Vsa ta poročila so glavni vir informacij, na podlagi katerih z različnimi kazalci ugotavljamo, katera podjetja so podcenjena oz. katera so perspektivna naložba in bodo tako zelo verjetno vključena v portfelj. Računovodske izkaze razčlenimo na tri dele in sicer: bilanca stanja, izkaz uspeha in izkaz denarnih tokov. Za vsak del posebej so značilni ekonomski kazalniki, ki kažejo na (ne)uspešnost poslovanja podjetja in jih v nadaljevanju podrobno opisujem.

1. Temeljni kazalci izbora delnic na podlagi bilance stanja

Vsaka temeljna analiza delnice podjetja, naj bi se začela z bilanco stanja, ki da investitorju osnovne informacije o tem, kakšno je podjetje. V osnovi lahko hitro razberemo, katera sredstva ima podjetja in na kakšen način jih financira, to je z dolžniškim ali lastniškim kapitalom. Bilanca stanja je statična kategorija, kar pomeni, da prikazuje sredstva in njihovo financiranje na določen dan. Zelo malo nam pove o poslovanju podjetja v prihodnosti, ki je osnova za vrednotenje podjetja, ampak nam po drugi strani poda dragocene informacije, predvsem z vidika finančnega tveganja podjetja. Na podlagi bilance stanja izračunavamo naslednje najpogostejše kazalnike:

- Kratkoročni koeficient (current ratio)

Pri kratkoročnem koeficientu gre za razmerje med kratkoročnimi sredstvi podjetja in kratkoročnimi obveznostmi (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 667):

kratkoročni koeficient = kratkoročna sredstva / kratkoročne obveznosti

V praksi se je med analitiki uveljavilo mnenje, da kratkoročni koeficient v vrednosti 2 zadošča za pokrivanje tekočih obveznosti podjetja, vendar pa v finančni teoriji ni nekega splošnega pravila o optimalni višini koeficienta. Kratkoročni koeficient je odvisen od vrste dejavnikov, tako od panoge v kateri podjetje deluje, do gospodarske rasti, deleža prodaje na tuje razvite ali manj razvite trga, zato se v praksi višino koeficienta ponavadi primerja s povprečjem v panogi oz. z najbolj primerljivi podjetij v panogi.

- Pospešeni koeficient (quick ratio)

Pospešeni koeficient je podoben kratkoročnemu koeficientu, razlikuje se le v tem, da se od kratkoročnih sredstev odštejejo zaloge in aktivne časovne razmejitve (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 667).

pospešeni koeficient = (denar + terjatve) / kratkoročne obveznosti

Pospešeni koeficient nam pokaže, kakšna je sposobnost podjetja, da nemudoma poravna svoje kratkoročne obveznosti. Zaloge in aktivne časovne razmejitve predstavljajo namreč tisti del kratkoročnih sredstev, ki jih je najtežje hitro spremeniti v denarna sredstva oz. v likvidno stanje.

Pospešeni koeficient ali hitri test je najstrožji preizkus likvidnosti podjetja, njegova vrednost pa naj ne bi bila manjša od 1, vendar so zaradi raznolikosti podjetij in panog možna odstopanja.

- Knjigovodska vrednost

Knjigovodska vrednost delnice predstavlja znesek lastniškega kapitala podjetja, ki pripada navadnim delničarjem, in ki ga delimo s številom vseh izdanih delnic (Kleindienst, 2001, str. 216). Natančnejša formula je naslednja:

$$\text{knjigovodska vrednost} = (\text{lastniški kapital} - \text{lastniški kapital prednostnih delničarjev} - \text{popravek kapitala}) / (\text{število izdanih delnic} - \text{število odkupljenih lastnih delnic})$$

Knjigovodska vrednost nima nekega večjega pomena pri določitvi vrednosti podjetja, ampak jo investitorji jemljejo bolj kot neko izhodišče pri ocenjevanju tržne vrednosti podjetja. Še najbolj je v praksi uporabna pri določitvi vrednosti finančnih institucij, pri čemer mislim predvsem na banke in sicer se trguje ali prevzema po določenem mnogokratniku knjigovodske vrednosti. Ena izmed največjih slabosti kazalnika knjigovodske vrednosti izvira iz dejstva, da je zasnovana na preteklih podatkih, medtem ko investitorje pri ocenjevanju tržne vrednosti zanimajo predvsem prihodnji denarni tokovi.

- Celotna zadolženost podjetja

Za podjetja, katerih glavni cilj je maksimizirati ceno delnice ni dobra niti premajhna niti prevelika zadolženost (Kleindienst, 2001, str. 265). Ker so stroški dolžniškega financiranja nižji od stroškov lastniškega financiranja, vsako podjetje izkoristi, da del poslovanja financira z dolžniškim kapitalom. Celotna zadolženost podjetja se izračuna po naslednji formuli:

$$\text{celotna zadolženost podjetja} = \text{celotne obveznosti podjetja} / \text{vsa sredstva podjetja}$$

Vsako podjetje ima svojo optimalno razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem. Po eni strani daje nižja zadolženost prostor za dodatno zadolževanje, če so donosni projekti na razpolago, vendar po drugi strani prevelika zadolženost podjetju zmanjšuje možnost dodatnega zadolževanja in tako vključitvi podjetja v morebitne nove donosne projekte. V praksi se je pokazalo, da naj bi bila mlada, hitro rastoča podjetja, ki so ponavadi nadpovprečno tvegana, manj zadolžena od zrelih podjetij iz stabilnih panog.

2. Temeljni kazalci izbora delnic na podlagi izkaza uspeha

Izkaz uspeha nam poda osnovno informacijo o uspešnosti poslovanja podjetja, torej o preteklem poslovanju, poleg tega je izkaz uspeha tista osnova oz. ogrodje, iz katerega potem z različnimi metodami in modeli napovedujemo uspešnost poslovanja podjetja v prihodnosti (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 656). V izkazu uspeha najdemo podatke o prihodkih podjetja, stroških poslovanja in na koncu podatek o čistem dobičku. Zelo pomembno je, da vemo, iz česa je dobiček nastal, ter kakšno je gibanje dobička, zato delamo analizo vsaj na petletni osnovi. Na podlagi bilance stanja izračunavamo naslednje najpogostejše kazalnike:

- Kazalnik P/E (price earnings ratio)

Multiplikator čistega dobička je zelo pogosto uporabljen kazalnik, ki ga investitorji uporabljajo pri ocenjevanju in izbiri delnic (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 668). Izračuna se kot razmerje med tekočo tržno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico v preteklem obdobju.

$P/E = \text{tekoča vrednost delnice} / \text{čisti dobiček na delnico v preteklem obdobju}$

Kazalnik preprosto pove, koliko so investitorji na delniškem trgu v danem trenutku pripravljeni plačati za en tolar čistega dobička, ki ga je podjetje ustvarilo v preteklem obdobju. V najpreprostejši obliki velja ugotovitev, da če je P/E kazalnik na trgu za neko delnico nižji kot je za ostala, med seboj primerljiva podjetja, potem to pomeni, da je ta delnica na trgu podcenjena in tako primerna za vključitev v portfelj. Velja tudi obratna logika. Vendar uporaba P/E kazalnika žal ni tako preprosta, saj ima kazalnik vrsto pomanjkljivosti. Ena od glavnih pomanjkljivost je v tem, da upošteva knjigovodski čisti dobiček, ki zaradi samega principa računovodstva ne odseva realnega stanja. Velja ugotovitev, da je kazalnik za hitro rastoča podjetja precej višji, kot za zrela podjetja iz stabilnih panog. Prav tako je razlika med vrednostmi kazalnika za podjetja na razvitih trgih in podjetja iz razvijajočih trgov.

- Dobičkonosnost prodaje (profit margin)

Dobičkonosnost prodaje ali profitna marža je pomemben kazalnik, ki kaže na tržno moč podjetja, in dober pokazatelj, kakšen so zmogljivosti in možnosti za nadaljnjo rast podjetja. Pogosto finančni analitiki primerjajo višino profitnih marž med sorodnimi in primerljivimi podjetji znotraj panoge. Izračun profitne marže kaže naslednja formula (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 663):

$\text{dobičkonosnost prodaje} = \text{čisti dobiček} / \text{prihodki iz prodaje}$

Visoke profitne marže so ponavadi visoko pozitivno korelirane z močno blagovno znamko oz. velikim tržnim deležem podjetja. Nadpovprečno visoke profitne marže so za trenutno poslovanje podjetja sicer ugodne, vendar kaže opozoriti, da so zelo verjetno dolgoročno težko vzdržne. Običajno so najboljša tista podjetja, ki imajo trenutno dobre profitne marže in v prihodnje še veliko možnosti za povečanje. Zmanjšanje profitnih marž pogosto pomeni vstopanje novih konkurentov na trg, zato je potrebno podjetje in panogo budno spremljati, kako bo odzvalo na povečano konkurenco.

- Donosnost lastniškega kapitala (ROE)

Donosnost lastniškega kapitala je pomemben indikator, ki nam pove, kako podjetje izrablja lastniški kapital navadnih delničarjev. Izračunamo jo z naslednjo formulo (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 661):

$ROE = \text{čisti dobiček} / \text{lastniški kapital}$

Maksimiziranje donosnosti lastniškega kapitala ni osnovni cilj poslovanja podjetja, saj bi podjetje, ki bi imelo tako cilj, sprejemalo nadpovprečno tveganje. Na začetku bi večje tveganje najverjetneje pozitivno vplivalo na tečaj delnice, vendar pa bi kasneje na določeni točki,

povečano tveganje presešlo koristi iz naslova povečane donosnosti lastniškega kapitala, kar bi nato negativno vplivalo na tečaj delnice.

- Dobiček iz poslovanja na delnico (EBIT per share)

Pomembno pozornost pri procesu izbire delnice kaže posvetiti kazalniku, ki nam pokaže poslovne rezultate, ki jih podjetje ustvari pri neposrednem opravljanju svoje poslovne dejavnosti, kar najbolj prikazuje dobiček iz poslovanja (EBIT) (Kleindienst, 2001, str. 280). Dobiček iz poslovanja na delnico se izračuna po naslednji formuli:

$$\text{dobiček iz poslovanja na delnico} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{število izdanih navadnih delnic} - \text{število odkupljenih lastnih delnic}}$$

Pri izračunu tega dobička niso upoštevani prihodki in odhodki iz finančnih dejavnosti, izredni prihodki in odhodki ter obresti in davki. Če na podlagi tega kazalnika opazimo, da ima podjetje precej problemov z ustvarjanjem dobička iz poslovanja, lahko sklepamo, da bo to prej ali slej privedlo do problemov z ustvarjanjem čistega dobička. Pozornost je treba nameniti gibanju tega kazalnika skozi določeno obdobje in ugotavljati, kakšni so odmiki in zakaj.

- Mnogokratnik obresti (times interest earned)

Ta kazalnik je dober pokazatelj sposobnosti podjetja, da redno plačuje obresti na posojila in se lahko tudi v primeru kratkoročne slabše uspešnosti poslovanja uspešno brani pred likvidnostnimi težavami. Izračuna se po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 667):

$$\text{mnogokratnik obresti} = \frac{\text{dobiček iz poslovanja}}{\text{stroški obresti}}$$

Visoka vrednost kazalnika nam pove, da je možnost za likvidnostne težave zelo majhna, če pa je vrednost kazalnika dokaj nizka, obstaja velika verjetnost, da bo podjetje zašlo v likvidnostne težave. Večina finančnih analitikov je mnenja, da naj bi znašala vrednost kazalnika za povprečno podjetje nekje med tri in štiri, pri vrednosti nižji od tri, pa bi že obstajala neka večja verjetnost, da bo podjetje zašlo v likvidnostne težave.

3. Temeljni kazalci izbora delnic na podlagi izkaza denarnih tokov

Izkaz denarnih tokov nam podrobno pokaže denarne tokove, ki jih je podjetje ustvarilo iz poslovne dejavnosti, investicijske dejavnosti in iz dejavnosti financiranja (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 658). Izkaz denarnih tokov je sestavljen iz bilance stanja in izkaza uspeha. Medtem ko pri bilanci stanja in izkazu uspeha uporabljamo računovodsko metodo, kjer prihodke in stroške zavedemo takoj, ko so nastali, čeprav denarni tok še ni nastal, pri izkazu denarnih tokov zavedemo le tiste transakcije, kjer je dejansko nastal denarni tok, bodisi pritok ali odtok. Izkaz denarnih tokov nam pove, iz katerih virov je podjetje ustvarilo sredstva in kako jih je porabilo. Izkaz denarnih tokov da investitorju dve pomembni informaciji (Kleindienst, 2001, str. 287):

- Informacija o popravljenih čistih pritokih pri poslovni dejavnosti ali prilagojeni denarni tok iz poslovanja

Prilagojeni denarni tok iz poslovanja =

- čisti dobiček
- + amortizacija
- + neto porast dolgoročnih rezervacij
- neto povečanje zalog
- neto povečanje terjatev iz poslovanja
- neto povečanje aktivnih časovnih razmejitev
- + neto povečanje obveznosti iz poslovanja
- + neto povečanje pasivnih časovnih razmejitev

Izkaz denarnih tokov nam torej da informacijo o popravljenih čistih pritokih pri poslovni dejavnosti oz. nam pove, koliko denarnih tokov je podjetje ustvarilo v določenem obdobju ob določeni rasti. Večkrat je to merilo uspešnosti poslovanja podjetja boljše od kategorije čistega dobička, saj velja, da visoka stopnja rasti čistih dobičkov, ki je ne spremlja tudi visoka stopnja rasti prilagojenega denarnega toka iz poslovanja, na dolgi rok ni vzdržna.

- Informacija o tem, kako je podjetje pritoke porabilo

Podjetje lahko prilagojene denarne pritoke iz poslovanja porabi tako, da jih investira v poslovanje podjetja ali pa, da jih porabi za odplačilo finančnih obveznosti (Kleindienst, 2001, str. 290). Ponavadi mlada podjetja, ki imajo hitro rast, večino denarnega toka iz poslovanja namenijo za financiranje poslovanja, kar pomeni, da bodo čisti pritoki iz investicijske dejavnosti pozitivni. Tudi pritoki iz dejavnosti financiranja bodo pogosto pozitivni, saj mlada podjetja del svoje rasti financirajo z zadolževanjem. Na splošno velja, da se izogibamo podjetij, katerih denarni tok iz poslovanja upada že nekaj let zapored in katerega čisti pritoki iz dejavnosti financiranja naraščajo.

4.3.3 STRATEŠKA ALOKACIJA PREMOŽENJA

Strateška alokacija premoženja je temelj naložbene strategije in upravljanja premoženja in pomeni udejanjanje investicijske politike. Gre za določitev oz. sestavo portfelja iz različnih naložbenih razredov, ki se bo na dolgi rok, kar najbolj približal pričakovani donosnosti premoženja ob opredeljenem oz. zastavljenem tveganju. Strateška alokacija je definirana kot proces, s katerim se identificira optimalni portfelj za določenega investitorja za določen horizont investiranja (Cesari, Cremonini, 2003, str. 987). S preprostimi besedami povedano, tak portfelj bo kombinacija tveganega premoženja (delnice, obveznice) in netvegane komponente (denar, instrumenti denarnega trga). Strateška alokacija pomeni izbor profila tveganja premoženja in v povezavi s tem pričakovane donosnosti premoženja, ki je v skladu z investicijsko politiko. Alokacija sredstev oz. kombiniranje različnih naložb v portfelj je smiselna zaradi diverzifikacije, saj na ta način zmanjšamo tveganje, ob enaki pričakovani donosnosti. Naložbe v dve ali več vrst naložbenih razredov, pri čemer je pogoj za diverzifikacijo, da naložbeni razredi med sabo niso popolnoma korelirani, zmanjšajo tveganje finančnega premoženja, ne da bi se pri tem zmanjšala pričakovana donosnost finančnega premoženja (Ribnikar, 1994, str. 51). Proces alokacije sredstev je sestavljen iz štirih faz (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 946-947):

1. Določitev naložbenih razredov, ki bodo vključeni v portfelj. Najbolj pogosti naložbeni razredi so delnice, obveznice, denarna sredstva, nepremičnine, drage kovine, itd.
2. Opredelitev pričakovanj na kapitalskih trgih. V tem koraku analiziramo pretekle podatke in trenutno stanje gospodarstva, trgov, ter skušamo napovedati za določeno obdobje v prihodnosti, kakšna bo donosnost posameznega naložbenega razreda, ki se ga glede na to smiselno vključi v portfelj.
3. Izpeljava krivulje meje učinkovitosti portfelja. Ta faza je sestavljena iz iskanja različne strukture portfeljev, ki dosegajo maksimalno pričakovano donosnost glede na določeno stopnjo tveganja.
4. Izbira optimalne sestave premoženja. V tem zadnjem koraku izberemo učinkovit portfelj, ki se najbolj ujema glede na investicijske cilje premoženja in sprejemljivo tveganje.

Razporeditev kapitala med tvegane in netvegane naložbe

Upravitelji premoženja skušajo doseči najboljše možno razmerje med tveganjem in donosnostjo, pri tem pa si največkrat pomagajo z analizo oz. pristopom od zgoraj navzdol. Analiza se začne s preprostim vprašanjem, koliko sredstev investirati v tvegane in koliko v netvegane naložbe, s čimer smo naredili prvi korak k strateški alokaciji sredstev. Ta korak bomo rešili v dveh fazah in sicer bomo v prvi fazi določili razmerje med tveganjem in donosnostjo in kako to razmerje vpliva na izbiro med tvegano in netvegano naložbo (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 198). V naslednji fazi bomo pokazali, kako različna nagnjenost do tveganja vpliva na določitev optimalnega razmerja med tvegano in netvegano naložbo.

Svoje premoženje lahko torej naložimo v varne ali bolj tvegane naložbe. Med varne naložbe štejemo državne obveznice, zakladne menice, bančne depozite in podobne instrumente. Med tvegane naložbe pa uvrščamo delnice, nepremičnine, kovine, izvedene finančne instrumente in podobno. Analizo bomo začeli tako, da bomo portfelj tveganega premoženja označili z P, netvegano premoženje pa s F. Predpostavimo, da se je investitor že odločil, iz katerih naložb bo sestavljeno tvegano premoženje. Zanima nas, kakšen delež premoženja, y , bo razporejenega na tvegano premoženje, P, in kakšen delež, $1-y$, bo investiran v netvegano naložbo, F. Pričakovano donosnost različnih kombinacij obeh naložb, to je tvegane in netvegane, prikazuje naslednja formula (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 201):

$$E(r_c) = yE(r_p) + (1 - y)r_f$$

$E(r_c)$ – pričakovana portfeljska donosnost

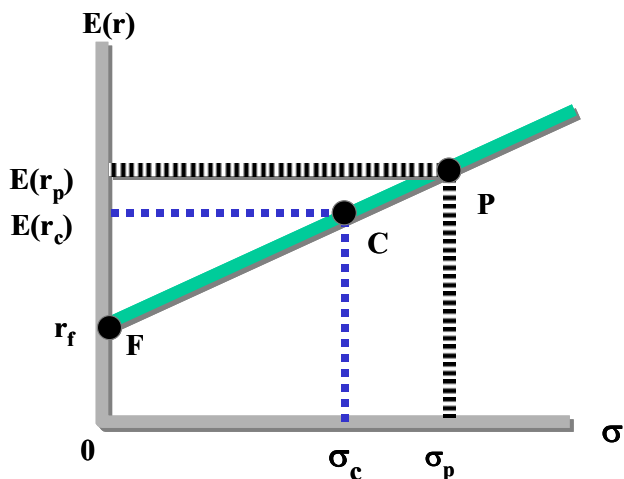
$E(r_p)$ – pričakovana donosnost tveganega premoženja

r_f – donosnost netveganega premoženja

σ_c – standardni odklon (mera tveganja) celotnega portfelja

σ_p – standardni odklon (mera tveganja) tveganega premoženja

Slika 12: Premica alokacije sredstev



Vir: Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 202.

Pričakovano portfeljsko donosnost, ki jo prikazuje zgornja formula enostavno pojasnimo na sledeč način. Osnovna donosnost kakršnegakoli portfelja izvira iz donosnosti nevteganega naložbe. Dodatno k tej donosnosti, pričakujemo, da bo portfelj dosegel večjo donosnost, ki izvira iz premije za tveganje tveganega portfelja, ki je definirana kot razlika med pričakovana donosnost tveganega premoženja $E(r_p)$ in donosnostjo nevteganega premoženja r_f . Večji kot je delež pozicije v tveganem premoženju (y), večja bo pričakovana donosnost portfelja ob večjem tveganju, ki ga merimo s standardnim odklonom (σ). Ker je standardni odklon nevteganega premoženja enak 0, predstavlja standardni odklon celotnega portfelja zmnožek standardnega odklona tveganega premoženja z deležem tveganega premoženja v celotnem premoženju ($\sigma_c = y \cdot \sigma_p$). Netvegano premoženje (F) s standardnim odklonom 0 prikazujemo na ordinatni osi, medtem ko je tvegano premoženje (P) prikazano na abscisni osi. Če investitor želi nalagati le v tvegano premoženje ($y = 1$), potem celoten portfelj predstavlja točka P. Če pa drugi želi nalagati premoženje le v netvegano naložbo ($y = 0$), potem celoten portfelj predstavlja točka F. Če pa želi investitor nalagati del premoženja v tvegano naložbo in del v netvegano naložbo, tako da je y med 0 in 1, potem bo celoten portfelj ležal na premici nekje med točko F in P, katere naklon bo enak $(E(r_p) - r_f) / \sigma_p$. Razmerje med pričakovano donosnostjo prikazuje naslednja enačba:

$$E(r_c) = r_f + y[E(r_p) - r_f]$$

Ta enačba nariše premico alokacije sredstev, ki prikazuje vse možne kombinacije pričakovane donosnosti in standardnega odklona, zaradi spremembe funkcije y , ki pomeni delež premoženja, alociranega v tvegano naložbo.

Nenaklonjenost tveganju ima zelo pomemben vpliv na alokacijo sredstev. Višje stopnje nenaklonjenosti tveganju vodijo do večjih deležev netvegane naložbe v premoženju, rezultat nižjih stopenj nenaklonjenosti tveganju pa so večji deleži tvegane naložbe v premoženju.

Investitorji pri določanju deleža tvegane naložbe v portfelju želijo maksimirati svojo koristnost (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 206):

$$\text{Max } U = E(r_c) - .005A\sigma_c^2 = r_f y[E(r_p) - r_f] - .005Ay^2\sigma_p^2$$

A – predstavlja koeficient investitorjeve stopnje nenaklonjenosti tveganju, za tveganju nevtralnega investitorja je koeficient A=0, višja kot je vrednost A, bolj je investitor naklonjen tveganju in obratno.

Rešitev zgornje enačbe, ki je zapisana v naslednji formuli, dobimo tako, da zgornjo enačbo izenačimo z 0 in rešimo za vrednost y.

$$y^* = \frac{E(r_p) - r_f}{0.01A\sigma_p^2}$$

y* - predstavlja optimalni delež premoženja investitorja, ki je nenaklonjen tveganju, v tvegani naložbi

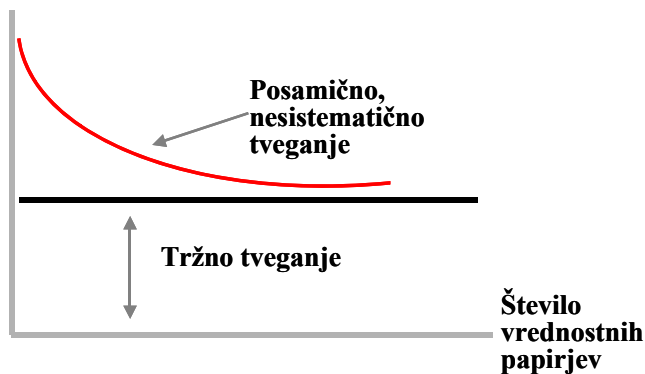
Iz enačbe lahko razberemo, da je optimalni delež tvegane naložbe inverzno premosorazmeren stopnji nenaklonjenosti tveganju (A) in stopnji tveganja (merjeno z varianco) in premosorazmeren premiji za tveganje.

Optimalno tvegano premoženje in Markowitzev model

Tveganje premoženja, ki ga merimo s standardnim odklonom, je sestavljeno iz tržnega tveganja oz. sistematičnega tveganja in nesistematičnega oz. podjetju lastnega tveganja. Sledenje tveganje lahko z diverzifikacijo precej znižamo ali celo odpravimo, medtem ko sistematičnega tveganja ne moremo. Diverzifikacija pomeni dodajanje novih delnic v portfelj, njena moč pa z naraščanjem števila vrednostnih papirjev v portfelju pada. V ekonomski teoriji je relativno nov izraz mednarodna diverzifikacija portfelja, kar pomeni, da diverzificiramo portfelj tudi z vključitvijo tujih delnic v portfelj (Swanson, Lin, 2005, str. 100). Liberalizacija in deregulacija finančnih trgov, še posebej na razvijajočih trgih, in pa tudi privatizacija, so prinesli dodatne priložnosti za globalno investiranje in diverzifikacijo naložb. Investitorji se tako vsak dan srečujejo z vedno širšimi naložbenimi možnostmi, kar otežuje njihove odločitve tako na strateški kot na taktični ravni. Tako se investitorji na razvitih trgih vse bolj pogosto odločajo za diverzifikacijo svojega portfelja z vključevanjem delnic iz razvijajočih oz. rastočih trgov (emerging markets), saj s tem pridobijo precejšnje koristi. Raziskava, ki so jo opravili Gilmore, McManus in Tezel je pokazala, da so ameriški investitorji, ki so svoj portfelj diverzificirali z nakupi vrednostnih papirjev na delniških trgih centralne Evrope, ustvarili precej višji donos, kot če bi investirali zgolj na domačem trgu (Gilmore, McManus, Tezel, 2005, str. 288). Po drugi strani pa sta Hagelin in Pramborg s svojo študijo prišla do drugačnih zaključkov. Pravita, da diverzifikacija portfelja na razvijajoče trge sicer poveča donosnost portfelja, vendar je to povečanje zelo skromno (Hagelin, Pramborg, 2004, str. 194).

Slika 13: Tveganje portfelja in diverzifikacija

St. odklon

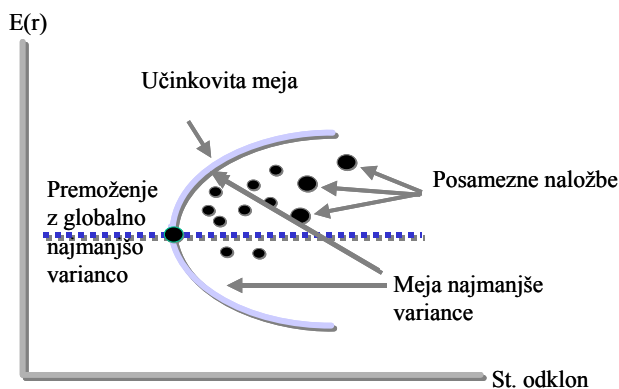


Vir: Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 225.

Harry Markowitz je leta 1952 predstavil model konstrukcije oz. optimizacije portfelja, ki je sestavljen iz treh faz (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 240). Prvi korak je identificirati kombinacije med tveganjem in donosnostjo, ki so nam dosegljive, s kombinacijo tveganih naložb. Naslednji korak je določitev optimalnega portfelja tveganih naložb, ki ga dobimo tako, da bodo posamezne uteži tveganih naložb take, da bo premica alokacije sredstev najbolj strma. V tretjem koraku izberemo ustrezen celoten portfelj z ustrežno kombinacijo med netvegano naložbo in optimalno tvegano naložbo.

Prvi korak je določitev meje minimalne variance tveganega portfelja. Ta meja predstavlja najmanjšo možno varianco za pričakovano donosnost portfelja. Individualne naložbe ležijo desno, znotraj meje, diverzifikacija pa pomeni premik v levo, torej k portfeljem, ki imajo nižji standardni odklon in višjo pričakovano donosnost. Kakor prikazuje spodnja slika, vsi portfelji, ki ležijo na meji oz. črti, ki prikazuje minimalno varianco portfelja, in sicer od točke globalne variance navzgor, vodijo do optimalne kombinacije najnižjega tveganja ob določeni donosnosti in so kandidati za optimalni portfelj. To mejo imenujemo tudi učinkovita meja (efficient frontier), premoženja na tej meji dominirajo vsem ostalim.

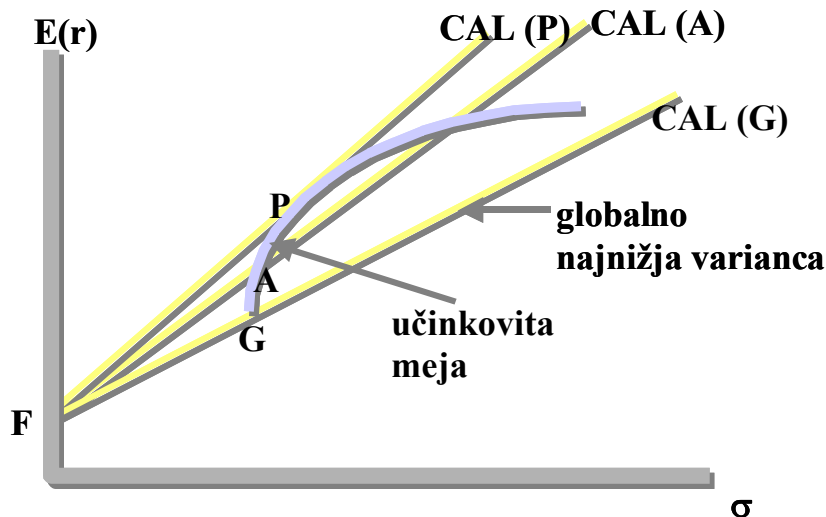
Slika 14: Meja najnižje variance tveganih naložb



Vir: Prirejeno po Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 241.

Drugi korak pri optimizaciji portfelja je vključitev netvegane naložbe, še prej pa je potrebno poiskati premico alokacije sredstev z najvišjim naklonom oz. največjim razmerjem med donosnostjo in tveganjem. Premica z najvišjim naklonom je tangenta na mejo učinkovitosti, in kot kaže spodnja slika, predstavlja optimalni portfelj tveganega premoženja točka P. Portfelj P maksimizira razmerje med donosnostjo in tveganjem, kar je prikazano z naklonom premice od točke F do P.

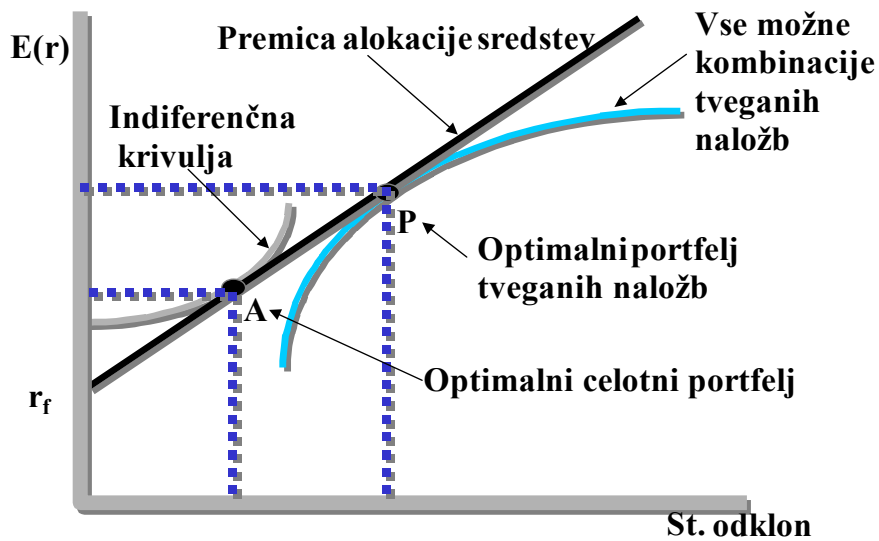
Slika 15: Premica alokacije sredstev (CAL) z različnimi portfelji iz učinkovite meje



Vir: Prirejeno po Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 252.

Ena izmed presenetljivih ugotovitev je, da bo upravljavec premoženja ponudil oz. investiral v optimalni portfelj P, ne glede na stopnjo nenaklonjenosti do tveganja. Stopnja nenaklonjenosti do tveganja pride v poštev v tretjem koraku, kjer se odločamo, kakšen bo optimalni celotni portfelj (Ballesterio et al., 2006, str.2). Gre torej za ključno vprašanje, kje na premici od točke F do točke P bomo postavili portfelj. Bolj kot smo tveganju nenaklonjeni, bližje točki F bo naš optimalni portfelj, torej več netvegane naložbe bo vseboval celoten portfelj. Po drugi strani, bolj kot smo tveganju naklonjeni, bližje točki P bo na premici alokacije sredstev naš optimalni portfelj in manjši bo delež netvegane naložbe v celotnem portfelju. Vedno pa bo v celotnem portfelju optimalni portfelj tveganega premoženja predstavljal točka P.

Slika 16: Prikaz optimalne strukture celotnega portfelja



Vir: Prirejeno po Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 239.

S tem ko smo vstavili indifferenčno krivuljo, ki prikazuje investitorjevo nenaklonjenost do tveganja, v graf, smo dobili sestavo celotnega portfelja, ki ga prikazuje točka A. Investitor bo torej imel v portfelju določen delež tveganega in nevteganega premoženja, ki je odvisen od stopnje nenaklonjenosti tveganju. Portfelj tveganih naložb bo sestavljen iz optimalnega portfelja, ki ga predstavlja točka P. V praksi, različni investitorji imajo različne vhodne podatke, in zato različne meje učinkovitosti, kar pomeni, da dobijo različne optimalne portfelje tveganih naložb (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 252). Različnost izvira iz različne analize vrednostnih papirjev in različnih omejitev, bodisi zakonskih, davčnih ali katerih drugih. Prav tako je raziskava, ki sta jo opravila Pastor in Stambaugh pokazala, da na optimalni portfelj premoženja vzajemnega sklada precej vplivajo tudi pretekla prepričanja o upravljavčevih sposobnostih upravljanja in o modelih, s katerimi upravljavec vrednoti finančne naložbe (Pastor, Stambaugh, 2002, str. 353). Dodatni faktor, ki tudi vpliva na optimalno sestavo portfelja, je kot ugotavlja Brennan s sodelavci časovni horizont investiranja (Brennan, Schwartz, Lagnado, 1997, str. 1402). Investitor, ki bo nalagal sredstva za daljše časovno obdobje, bo imel v optimalnem portfelju večji delež delnic, v primerjavi z bolj kratkoročnim investitorjem.

Po raziskavi, ki sta jo opravila Flavin in Wickens in se je opirala na zgodovinske podatke angleških vrednostnih papirjev, je optimalna razporeditev povprečnega portfelja sestavljena iz 74 odstotkov delnic, 14 odstotkov dolgoročnih obveznic in 12 odstotkov kratkoročnih obveznic (Flavin, Wickens, 2003, str. 208).

Strateška alokacija in optimizacija s pomočjo tržnih kriterijskih indeksov

Ibbotson in Kaplan sta z multivariatno analizo strateški razporeditvi naložb pripisala 40 odstotkov celotne donosnosti vzajemnih skladov, preostalih 60 pa taktični alokaciji, tempiranju

trga¹⁴, izboru posameznih naložb in stroškovnim obremenitvam (Berk, 2005a, str. 10). Kljub temu, da sta avtorja pripisala manj kot polovični pomen, predstavlja strateška alokacija naložb temelj za oblikovanje portfelja premoženja. Strateško alokacijo naložb je smiselno oblikovati na podlagi osnovnega profila tveganja in donosnosti, in sicer na podlagi posameznih kriterijskih indeksov, ki jih kombiniramo v prilagojen kriterijski indeks, katerega bi ga dolgoročno zasledovali (Berk, 2005a, str. 10) in bi bil naš »benčmark«. Oblikovanje tega indeksa je za vzajemni sklad pomembno, da lahko spremljamo uspešnost upravljanja. V kolikor ne oblikujemo prilagojenega kriterijskega indeksa, ki je po sestavi prilagojen lastnostim in zahtevam premoženja, ki ga upravljamo, bi zelo težko ugotovili, koliko je donosnost premoženja posledica izjemno dobrega izbora posameznih naložb ob enakem tveganju premoženja in koliko naključnim razlikam v dejavnih tveganja in ugodnim spletom okoliščin (Benchmarks, 2006). Prilagojen kriterijski indeks lahko dobimo z ustreznim izborom kriterijskih indeksov, ki dobro predstavljajo ciljne trge, na katere bo vzajemni sklad investiral svoja sredstva. Prilagojen kriterijski indeksa, ki mora dobro predstavljati premoženje, ima naslednje značilnosti (Berk, 2005a, str. 13):

- jasnost – delnice in deleži delnic so v kriterijskem indeksu nedvoumno opredeljeni,
- tržnost – upravljavcu premoženja mora biti omogočeno, da začasno preneha aktivno upravljati premoženje in namesto tega kupi finančno naložbo, ki posnema kriterijski indeks,
- možnost merjenja – obstajati mora možnost nenehnega izračunavanja donosnosti prilagojenega kriterijskega indeksa,
- primernost – izbran kriterijski indeks se mora ujemati s premoženjem, s katerim ga primerjamo,
- transparentnost vrednosti posameznih naložb – sestava prilagojenega kriterijskega indeksa mora biti taka, da so vrednosti posameznih naložb, iz katerih je sestavljen v vsakem trenutku jasne in določljive.

Strateška alokacija premoženja temelji na dveh elementih in sicer na pričakovani ciljni donosnosti ter na sprejemljivem tveganju. Alokacija premoženja vzajemnega sklada naj bi bila kar se da dobro prilagojena odnosu do tveganja investitorjev, sicer pa je investitor že pred samim investiranjem v določen vzajemni sklad, seznanjen tako z naložbeno politiko sklada kot s samim tveganjem sklada. Pri strateški alokaciji s pomočjo tržnih kriterijskih indeksov in pri oblikovanju prilagojenega kriterijskega indeksa se je smiselno opreti na tržne kriterijske indekse priznanih tujih finančnih podjetij, kot so na primer Standard & Poors, MSCI, Russell, ter nato izvesti optimizacijo premoženja. Optimizacijo se izvede tako, da se poišče največjo dosegljivo

¹⁴ Tempiranje trga ali angleško »market timing« je kratkoročna strategija, pri kateri se investitor odloča le o tem, v katere temeljne vrste finančnih naložb oz. naložbenih razredov bo alociral premoženje, ne pa o tem, v katere posamezne vrednostne papirje bo investiral. Glavni cilj tempiranja trga je maksimiranje donosnosti premoženja, pri čemer tveganje zanemarimo. Tako lahko posamezne finančne naložbe v premoženju investitorja predstavljajo od 0 do 100 odstotkov premoženja. Pri tehniki tempiranja trga je potrebno narediti analizo tržnih trendov ter na ta način napovedati spremembe na kapitalnih trgih in jih z vzpostavitev ustreznega portfelja, predvsem glede na delež portfelja v delnicah in delež v netveganih naložbah, izkoristiti. Uspešnost upravljanja premoženja s tehniko tempiranja trga se meri s primerjavo stopnje donosa naloženega premoženja in stopnje donosa primerljivega indeksa v določenem obdobju. Chance in Hemler sta v svoji študiji dobila dokaze, da je tempiranje trga možno (Chance, Hemler, 2001, str. 409).

donosnost ob dani, sprejemljivi stopnji tveganja oz. da se poišče najmanjše tveganje ob dani donosnosti. Upravljavec premoženja (sklada) izbere ustrezne tržne kriterijske indekse, ki dobro predstavljajo trge, na katere vlaga premoženje, ter jih umesti v primerno tabelo, kjer spremlja njihovo donosnost, ki jo nato primerja z donosnostjo svojih primerljivih naložb. Potencialni kandidati za tržne kriterijske indekse so lahko splošni indeksi lokalnih borz (npr. DAX, SBI, CAC40...), sektorski indeksi, to so tisti, ki zasledujejo podjetja iz posameznih sektorjev (farmacija, energija, javna oskrba, itd.), indeksi skupin dejavnosti ali kateri drugi indeksi, odvisno od različnih klasifikacij. Če hočemo na primer premoženje investirati po celem svetu (svetovni sklad), je eden od možnih izborov za prilagojen kriterijski indeks izbrali tržni globalni indeks SPGLOB. Ta indeks bo predstavljal tisto referenčno donosnost, ki jo bo skušal premagovati upravljavec svetovnega sklada dan za dnem, mesec za mesecem. Znotraj tega osnovnega indeksa je zaželeno, da si upravljavec izbere dodatne indekse, da dodatno spremlja uspešnost portfelja, tako po državah kot po sektorjih. Ti tržni kriterijski indeksi imajo določeno svojo utež, koliko investirajo na določen trg (državo ali geografsko), koliko v določen sektor in podobno, in so vodilo upravljavcem pri določanju uteži oz. razporeditvi tveganega premoženja delnic, svojega portfelja. Z naložbeno strategijo, ki je bolj usmerjena na razvite trge, je smiselni izbor kriterijski indeksov po sektorjih, saj so se meje nacionalnih gospodarstev s procesom globalizacije že precej zabrisale. Indekse je priporočljivo spremljati tudi po valutah, da smo primerno izpostavljeni tveganju do posamezne valute. Ko izberemo ustrezne tržne kriterijske indekse in jih smiselno uvrstimo v tabelo, kjer že imamo izbrane posamezne naložbe (delnice), izvedemo optimizacijo. To naredimo tako, da z naborom delnic, ki ga imamo v portfelju, s pomočjo zgodovinskih podatkov, torej za določeno preteklo obdobje, iščemo največjo donosnost portfelja ob danem tveganju ali minimalno tveganje ob določeni zadovoljivi donosnosti portfelja. Kot rezultat dobimo vrednosti uteži posameznih delnic v portfelju, pri tem pa je potrebno paziti, da so uteži skladne s pravili upravljanja sklada oz. da ne kršijo zakonski ali katerih drugih določil. Tako smo s pomočjo tržnih kriterijskih indeksov oblikovali optimalni portfelj premoženja. To je zelo široko uporabljena metoda tudi v praksi.

4.3.4 TAKTIČNA ALOKACIJA PREMOŽENJA

Pri taktični alokaciji premoženja gre za zavestno odklanjanje od dolgoročno načrtane poti, ki naj bi ji upravljavec sklada sledil na dolgi rok in je opredeljena s strateško alokacijo premoženja (Berk, 2005a, str. 31). Taktična alokacija naložb pomeni prilagoditev na nivoju posameznih naložbenih razredov, držav, naložbenih stilov, sektorjev ali skupin dejavnosti. Upravljavec se odloči, da se bo v določenem obdobju, ker je ocenil, da bodo te naložbe kratkoročno bolj donosne od ostalih, bolj izpostavil določenemu sektorju, trgu, regiji ali da bo izbiral delnice z večjo izpostavljenostjo tržnemu tveganju (delnice z večjim koeficientom beta). Taktična alokacija je sestavljena iz pretežkanih oz. podtežkanih pozicij v določenih naložbenih razredih za katere verjamemo, da bodo kratkoročno oz. srednjeročno dosegali nadpovprečno donosnost na trgu (Jackson, 2003, str. 98). Osnovna predpostavka taktične alokacije naložb je, da se uteži posameznih vrst naložb oz. naložbenih razredov gibljejo v nekem razponu okrog ravnotežne vrednosti, ki jo predstavlja prilagojen kriterijski indeks. Če se kratkoročne ocene na trgu oz. pričakovanja razlikujejo od dolgoročnih, bo posledično prišlo do kratkoročnega odmika strukture

premoženja od načrtane, to je od strateške alokacije premoženja. Pri taktični alokaciji obstajajo spodnje meje aktivnih razponov, s čimer se zagotovi ohranitev določenega deleža posameznih naložbenih razredov v celotnem premoženju. Cilj taktične alokacije premoženja je maksimizacija donosnosti premoženja pri neki sprejemljivi ravni tveganja. Uspešnost taktične alokacije merimo tako, da primerjamo stopnjo donosa našega premoženja, s stopnjo donosa premoženja, ki je opredeljeno s strateško alokacijo premoženja. Narejenih je bilo veliko študij na temo, ali taktična alokacija prinaša dodatno donosnost, torej ali je uspešna. Rezultati so mešani, tako da uspešnost taktične alokacije ni empirično dokazana, zagotovo pa ima v svetu kar nekaj privržencev, in se jo velikokrat splača poslužiti.

Podlago oz. temelj za taktično alokacijo naložb vzajemnega sklada zagotovi analitski oddelek z izdelovanjem napovedi, seveda pa je to odvisno od organiziranosti družbe za upravljanje (Berk, 2005a, str.31). Dostikrat se v procesu upravljanja premoženja zgodi, da se določitev taktične razporeditve naložb sprejme na naložbenem odboru, ki ga potrdi najvišje vodstvo, torej gre za odločanje na najvišjih ravneh. Pri taktični alokaciji gre za še en vidik in to je dopustni razpon oz. odklanjanje taktične alokacije naložb od strateške alokacije. Velikost razpon je odvisna od tveganosti sklada, in sicer velja, da bolj kot je sklad tvegan, večji je razpon, in obratno. Upravljalci premoženja sklada nato zasledujejo taktično alokacijo v dovoljenih mejah in skušajo doseči kar največjo donosnost. Konec koncev je od dosežene donosnosti odvisno njihovo nagrajevanje ob koncu leta za preteklo leto. Obstaja veliko število metod taktične alokacije premoženja, med najbolj pogosto uporabljene pa zagotovo spada predvidevanje poslovnega cikla (Lofthouse, 2001, str. 453).

Predvidevanje poslovnega cikla

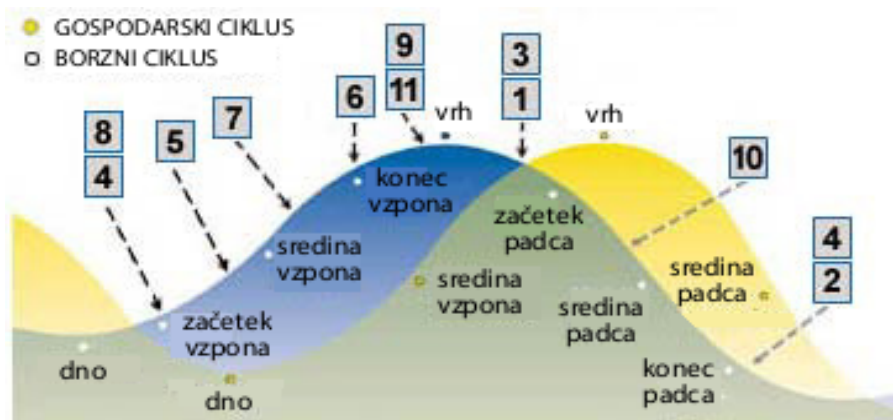
Gibanje ekonomije ni enakomerno, ampak so nenehno prisotne fluktuacije v ekonomski aktivnosti, ki jim pravimo poslovni oz. gospodarski cikel. Ko gre gospodarstvo skozi cikel od ekspanzije, faze zrelosti in upadanja ter recesije, se smiselno s tem gibljejo dobički podjetij, obrestne mere, inflacija, vrednost valut in drugi kazalci. Toda ekonomija in finančni trgi se ne gibljejo skladno, ampak finančni trgi zaradi vključitve pričakovanj anticipirajo gospodarski cikel. Na tej podlagi lahko gradimo taktično alokacijo premoženja. Potrebno je pravilno napovedati gospodarske aktivnosti, najprimernejša orodja za to pa so ustrezni kazalci, ki ta gospodarska gibanja napovedujejo. Eden od teh kazalcev je Composite Leading Indicators (CLI), ki ga izračunava OECD, in napoveduje obrate BDP za šest do devet mesecev vnaprej (Berk, 2005a, str. 42). Gospodarsko aktivnost napoveduje poslovni cikel, od katerega je močno odvisna uspešnost podjetij iz posameznih dejavnosti, saj se različne dejavnosti različno obnašajo v posamezni fazi poslovnega cikla. Aktivno spremljanje cikla je za upravljalce premoženja velikega pomena, saj lahko s pravilnim predvidevanjem precej natančno predvidijo relativna razmerja na trgih za prihodnje obdobje, za katero potrebujejo napovedi o pričakovani donosnosti različnih naložbenih razredov, ki jih zasledujejo. V času pričakovane slabše gospodarske aktivnosti (faza recesije) prihaja pri potrošnikih do substitucije med proizvodi in storitvami, saj imajo različni proizvodi in storitve različne odzivnosti na gospodarski cikel. V težkih časih potrošniki ne povprašujejo toliko po dražjih oz. luksuznih dobrinah, ampak kupujejo cenovno

ugodnejše nadomestke, kar vodi v povečano povpraševanje po slednjih izdelkih in višjega tržnega deleža proizvajalcev, ki za generično strategijo izberejo cenovno vojskovanje, in padanje tržnega deleža luksuznih proizvajalcev (Berk, 2005a, str. 43).

Spodnja slika prikazuje značilno gibanje gospodarskega in borznega cikla. Na njej so označena "zlata obdobja" posameznih panog, v katerih naj bi posamezne panoge prinašale višje donose od povprečja na trgu, kar naj bi upravljavec premoženja s pravilnim predvidevanjem izkoristil z metodo taktične alokacije premoženja. Med poslovnim ciklom je treba biti pozoren na štiri osnovne dejavnike (Gospodarski ciklus, borzni ciklus - kateri panožno usmerjeni skladi so aktualni? Finančna točka, 2006):

1. **Dno gospodarskega cikla:** za to obdobje so značilni nizki dobički v podjetjih in visoke stopnje nezaposlenosti. Ko to postane dovolj ustaljeno stanje, da podjetja začnejo manjšati vlaganja v razvoj poslovanja, je obrat cikla ponavadi že blizu.
2. **Vrh gospodarskega cikla:** dobički podjetij so visoki, nezaposlenost je nizka. Znanilca poti navzdol z vrha sta rast cen surovin in večanje obsega neprodanih zalog.
3. **Rastoči (bikovski) borzni trg:** za to obdobje je značilno povečevanje razmerja med ceno delnic in dobički podjetij (P/E kazalec, ki pove, koliko so vlagatelji pripravljene plačati za udeležbo v dobičku podjetja) ter padanje donosov (rast tečajev) obveznic. Znanilci zadnjih faz borzne rasti so razmah prihoda novih podjetij na borzo, špekulativna mrzlica pri vlagateljih in nadpovprečni donosi pri delnicah manjših podjetij. Znanilec tega, da se rast bliža vrhu, je ravnodušnost trga do dobrih novic (pričakovanja so jih že prerasla) in velika pozornost, namenjena gibanju obrestnih mer. Ker borzni cikel skoraj vedno prehiteva gospodarskega, je potrebna previdnost, saj lahko trg začne pot navzdol že v času, ko iz podjetij še vedno prihajajo vesti o zelo dobrem poslovanju.
4. **Padajoči (medvedji) borzni trg:** razmerje med ceno delnic in dobički podjetij pada, kar pomeni, da dobički podjetij upadajo, še hitreje pa padajo cene teh podjetij na borzi, naraščajoči donosi (padajoči tečaji) obveznic, dogajajo se veliki enodnevni padci delnic na borzi ob visokem prometu. Ko je doseženo dno ponavadi prevladuje ravnodušnost do slabih novic (so že vse vračunane v cene), šibki, manjši premiki in splošni pesimizem. Okrevanje je običajno postopno in zato sprva težko opazno. Borzni cikel ponavadi prehiteva gospodarskega tudi na poti navzgor: vnovični vzpon borznih cen se začne v času, ko iz podjetij še ni novic o izboljšanju poslovanja.

Slika 17: Prikaz gibanja gospodarskega in borznega cikla ter povezava s panogami



Vir: Gospodarski ciklus, borzni ciklus - kateri panožno usmerjeni skladi so aktualni? Finančna točka, 22.11.2006.

Na sliki so s številkami predstavljene različne panoge, katerih podrobna razlaga sledi v nadaljevanju, ki v določeni fazi gospodarskega cikla prinašajo nadpovprečno donosnost. Glavne značilnosti teh panog so naslednje:

1. **Neciklične potrošne dobrine (Consumer non-cyclicals)** – so tiste potrošne dobrine, na katere gospodarski cikel nima nekega večjega vpliva. Primer teh dobrin so osnovna prehrana, kozmetika, tobak, pijača, torej proizvodi po katerih je povpraševanje pretežno konstantno. Delnice podjetij s teh področij so za vlagatelje zanimive takrat, ko sta borzni ali gospodarski cikel pri vrhu oziroma v prvi fazi poti navzdol.
2. **Ciklične potrošne dobrine (Consumer cyclicals)** – so tiste potrošne dobrine, katerih prodaja je precej povezana z gibanjem gospodarskega cikla. Sem spadajo tisti trajni ali netrajni izdelki, po katerih je povpraševanje močno odvisno od višine obrestnih mer in zaposlenosti. Gre torej za to, kaj si potrošnik lahko privošči kot "nadstandard". Delnice podjetij s tega področja postanejo aktualne takrat, ko se gospodarski cikel bliža dnu, saj jih vlagatelji pričnejo kupovati, ker pričakujejo, da se je pot navzdol končala, ta podjetja pa bodo prva, ki bodo pridobila pri obratu cikla navzgor.
3. **Zdravstvo, farmacija, biotehnologija (Healthcare)**. V splošnem je gibanje delnic podjetij v tej panogi podobno kot pri necikličnih potrošnih dobrinah. Pri tej panogi gospodarski dejavniki ne vplivajo bistveno na dobiček oz. prihodke podjetij, vendar so investitorji na drugi strani izpostavljeni specifičnim tveganjem iz naslova različnih tožb, predpisov, iztekov patentov, tehnološkega napredka konkurentov, (ne)uspešnosti razvoja novih izdelkov, itd.
4. **Finance (Financials)** - delnice tistih finančnih ustanov, ki so močno izpostavljene področju nepremičnin (predvsem prek posojil), se dobro odzivajo na padajoče obrestne mere in so zato aktualne predvsem v času od sredine do zaključka poti k dnu gospodarskega cikla. Pri bankah, kjer nepremičninski posli ne prevladujejo, pa so pomembna posojila podjetjem in potrošniška posojila, delnice teh podjetij pa pridejo na svoje na sredini gospodarskega cikla.

5. **Tehnologija (Technology)** - tečaji delnic v tej panogi imajo dvojno naravo. Po eni strani so povezani z gospodarskim ciklom, ker je prodaja izdelkov in storitev tehnoloških podjetij odvisna od tega, koliko investicij opravijo druga podjetja in kakšno je povpraševanje potrošnikov. Po drugi strani pa niso redkost situacije, ko tehnološki napredek podjetju omogoči dolgoročno nadpovprečen razvoj ne glede na gibanje gospodarskih ciklov v vmesnem času. Delnice s področja tehnologije so običajno priljubljene v začetni in srednji fazi poti do vrha gospodarskega cikla.
6. **Industrija (Industry)** - dobički podjetij v tej panogi narastejo predvsem v času visoke izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti in močnega povpraševanja po njihovih izdelkih. Njihove delnice so zato priljubljene predvsem v zadnjem delu poti do vrha gospodarskega cikla. Pri podjetjih, katerih pomembni delež prihodkov predstavljajo posli s surovinami, ima močno vlogo tudi gibanje svetovnih cen surovin.
7. **Investicijske dobrine (Capital goods)** - vlaganja podjetij v dodatne kapacitete, za katere so potrebne tovrstne dobrine, se tipično povečajo sredi poti do vrha gospodarskega cikla, ko v gospodarstvu narašča povpraševanje in so zahteve po dodatnih kapacitetah vse večje.
8. **Transport (Transportation)** - delnice železnic in drugih podjetij, ki se ukvarjajo s površinskim transportom, se ponavadi hitro odzovejo na začetek dviga z dna gospodarskega ciklusa. Letalski promet je specifičen, saj je dodatno tvegan zaradi zelo izražene vpliva cene goriva, izkoriščenosti kapacitet, konkurenčnega boja prevoznikov in drugih dejavnikov.
9. **Energija (Energy)** - sem spadajo integrirana podjetja, ki združujejo vse od odkrivanja do distribucije, ter podjetja, ki se ukvarjajo z raziskavami in odkrivanjem nahajališč in z opremo in storitvami za druga podjetja v tej panogi. Na stanje v tej panogi lahko močno vpliva politično dogajanje, podnebne razmere in drugi šoki, ki vplivajo na ceno nafte. Delnice tovrstnih podjetij ponavadi postanejo priljubljene proti koncu poti k vrhu gospodarskega cikla.
10. **Javna oskrba (Utilities)** - sem spadajo recimo podjetja za distribucijo električne energije, ki so zgodovinsko gledano zelo občutljiva na višino obrestnih mer zaradi velikega zadolževanja, potrebnega za izgradnjo omrežij. Delnice zaživijo v obdobjih zniževanja obrestnih mer. Drugi primer so telekomunikacijska podjetja, ki imajo lahko svojo dolgoročno zgodbo rasti na trgih, kjer njihove storitve še niso močno prisotne ali kjer so se sprostile regulativne omejitve, prav tako pa je treba paziti na zadolženost in njene posledice.
11. **Žlahtne kovine (Precious Metals)** - na cene žlahtnih kovin in delnic podjetij, ki se ukvarjajo z njimi, v precejšnji meri vpliva povpraševanje gospodarstva in potrošnikov, največji posamezni faktor vpliva pa so pričakovanja o inflaciji. Zaradi tega ta panoga običajno oživi v zadnjem delu poti do vrha gospodarskega cikla.

Investitorji, ki uporabljajo informacije glede gospodarskih ciklov, to je njihovo povezavo s finančnimi trgi, da se odločijo, v kateri vzajemni sklad bodo naložili svoja sredstva, bodo svojo uspešnost investiranja pripisali dvema pomembnima viroma (Avramov, Wermers, 2006, str. 343). Prvi je, da uspešno izbirajo prave panoge glede na trenutno stanje gospodarskega cikla,

drugi pa pravi, da spreminjajo alokacijo svojega premoženja na aktivno upravljane vzajemne sklade, ki nalagajo sredstva v panoge, ki prinašajo nadpovprečne donose.

Gospodarske cikle in njihovo povezavo s finančnimi trgi so podrobno preučevali na ameriškem kapitalskem trgu. Povprečna zaporedja gospodarskih ciklov ter njihova povezanost s prehitevanjem oz. zaostajanjem s finančnimi trgi v obdobju 1920-1982, so prikazana v naslednji tabeli.

Tabela 4: Gospodarski cikel ter prehitevanje oz. zaostajanje finančnih trgov

Dogodek	Meseci
Cena delnice doseže dno preden ga doseže gospodarski cikel.	5
Gospodarski cikel doseže dno, preden ga doseže donosnost obveznic.	8
Donosnost obveznic doseže dno, preden doseže vrh cena delnic.	13
Cena delnic doseže vrh, preden gospodarski cikel doseže vrh.	7
Gospodarski cikel doseže vrh, preden ga doseže donosnost obveznic.	1
Donosnost obveznic doseže vrh, preden doseže cena delnic dno.	6

Vir: Lofthouse, 2001, str. 458.

Prikazana povezava med gospodarskimi cikli in finančnimi trgi je bolj ilustrativnega značaja, saj gre za zgodovinske podatke in za izračunavanje povprečnih stanj. Na gospodarski cikel vpliva vrsta dejavnikov, od monetarne do fiskalne politike, velikokrat pa igrajo pomembno vlogo tudi zunanji dejavniki oz. šoki, kot so dvig cene nafte, inflacija, itd. Problem s predvidevanjem gospodarskega cikla kot metode taktične alokacije sredstev je, da so dogodki, ki so prikazani v tabeli povprečja znotraj širših mej (razponov), vendar po drugi strani predstavljajo neko ogrodje okoli katerega lahko investitor gradi svoj pogled oz. pričakovanja glede prihodnjega gibanja finančnih trgov.

Flavin in Wickens sta v svoji raziskavi pokazala, da taktična alokacija premoženja, ki temelji na stalni aktivni reviziji portfelja, kot odgovoru na nenehne spremembe v razmerjih med posameznimi vrednostnimi papirji v portfelju, nagrajuje upravljavce premoženja s precejšnjim znižanjem tveganja ob enaki pričakovani donosnosti (Flavin, Wickens, 2003, str. 227). Prav tako so empirične študije pokazale, da investicijske hiše prilagajajo strateško in taktično alokacijo med delnicami in denarjem kot odgovor na pretekle donosnosti posameznih naložbenih razredov (Bange, Miller, 2004, str. 457). To pomeni, da se investicijske hiše poslužujejo metode upravljanja, ki ji pravimo tempiranje trga. Znano je, da investicijske hiše, redno izdajajo priporočila in napovedi za vnaprej določeno obdobje, za različne trge, razrede naložb in za posamezne vrednostne papirje. Ali je pametno, da se le na podlagi teh priporočil odločamo, kakšna bo taktična alokacija? Raziskava, ki sta jo opravila Graham in Harvey, na to vprašanje odgovori nikalno, saj sta na podlagi vzorca več kot 15.000 priporočil ugotovila zelo majhno verjetnost, da priporočila resneje vplivajo na taktično alokacijo sredstev (Graham, Harvey, 1996, str. 419).

4.4 REVIZIJA PORTFELJA

Revizija portfelja pomeni, da je potrebno redno, v določene časovnem obdobju oz. po potrebi preverjati ustreznost sestave portfelja, to je ponavljati korake, ki so nas pripeljali do sestave portfelja. V določenem časovnem obdobju se zgodi veliko sprememb, tako na finančnih trgih kot pri upravljalcih samih, ki povzročijo, da oblikovani obstoječi portfelj ni več optimalen in nujno potrebuje spremembe. To, da so potrebne spremembe, z drugimi besedami pomeni, da bo upravljavec nekatere delnice prodal oz. nadomestil z novimi, za portfelj ustrežnejšimi delnicami. Razlog za revizijo portfelja je tudi spreminjanje tržnih cen delnic, kar povzroči, da postanejo nekatere delnice, ki sprva niso bile zanimive, privlačne, spet druge, ki so bile privlačne, pa nezanimive. Pri zamenjavi oz. nadomestitvi delnic v portfelju je potrebno upoštevati transakcijske stroške, ki nastanejo pri nakupu oz. prodaji delnic, in jih primerjati s koristmi, to je s spremembo v pričakovani višji donosnosti vzajemnega sklada iz naslova spremembe (optimizacije) portfelja.

Upravljalci morajo torej narediti analizo stroškov in koristi (cost benefit analysis). Na strani koristi od optimizacije portfelja se kažejo koristi v smislu povečanja pričakovane višje donosnosti ali koristi iz naslova nižjega standardnega odklona (nižjega tveganja) portfelja ob enaki pričakovani donosnosti. Cilj revizije portfelja je poiskati oz. preoblikovati portfelj tako, da bo donosnost novega portfelja ob enaki stopnji tveganja maksimalna in hkrati večja od donosnosti obstoječega portfelja, pri tem pa je potrebno upoštevati še vse transakcijske stroške, povezane z zamenjavo posameznih delnic v portfelju. Cilj revizije je tudi preoblikovati portfelj tako, da bo donosnost novega portfelja enaka donosnosti starega portfelja (portfelj pred preoblikovanjem), vendar bo standardni odklon manjši. Konec koncev je lahko cilj ustrezna kombinacija med donosnostjo in tveganjem med starim in novim portfeljem, seveda v korist preoblikovanega portfelja, vedno pa je treba zraven upoštevati stroške, povezane z optimizacijo portfelja. Pri optimizaciji portfelja si upravljalci pomagajo z različnimi tehnikami, največkrat prav s kvantitativnimi metodami, ki s pomočjo računalnika iščejo najboljše rešitve.

Revizijo portfelja se v praksi opravlja na vnaprej določeno časovno obdobje, pri večjih spremembah na trgu ali zaradi drugih nepredvidljivih dejavnikov pa tudi izredno, saj je potrebno na spremembe hitro reagirati. Priporočljivo je, da se revizijo opravi vsaj nekajkrat na leto oz. nekako enkrat na kvartal. Revizijo lahko opravimo na več načinov, najbolj pogosto uporabljena v praksi pa sta dva. Prvi je, da delamo revizijo po posameznih panogah, to je, da se osredotočimo na posamezno panogo in jo podrobno pregledamo. To pomeni, da kar se da dobro analiziramo glavna podjetja v panogi in jih primerjamo s tistimi, ki jih imamo v portfelju, in nato s pomočjo analize stroškov in koristi odločimo o zamenjavi delnice. Drugi način je, da delamo revizijo po geografskih regijah. To pomeni, da se osredotočimo na posamezno geografsko regijo, na primer Evropo ali Združene države Amerike, in skušamo optimizirati portfelj po korakih, to je regijo za regijo. Predvsem je kakovost in uspešnost revizije portfelja odvisna od truda, izkušenj, vloženega časa in konec koncev znanja upravljavca, ki opravlja revizijo portfelja.

5. ANALIZA USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA VZAJEMNIH SKLADOV

Analiza uspešnosti upravljanja predstavlja zadnji korak v procesu upravljanja vzajemnih skladov in pomeni ugotavljanje uspešnosti upravljanja portfelja tako z vidika donosnosti kot tveganja. Na ta način dobi upravljevalec potrebne informacije, da lahko izboljša oz. optimizira proces upravljanja in tako doseže še boljše rezultate. Do osnovnih napak pri merjenju uspešnosti upravljanja večkrat prihaja že v izhodišču, ko se preprosto izhaja iz domneve, da je sklad tem bolj uspešen, čim višja je donosnost, ki jo ustvari. To je napačno mišljenje, saj ne upošteva pomembne sestavine, to je tveganja. Kakor sem že poudaril, velja, da v bolj tvegane naložbe kot sklad vlaga, večja je pričakovana donosnost sklada. Sklad, ki torej vlaga v nadpovprečno tvegane delnice, je za sprejemanje nadpovprečnega tveganja tudi ustrezno nagrajen. Študije, ki so bile opravljene pred kratkim, so pokazale, da določeni skladi, ustvarijo različno (nadpovprečno) donosnost, ki je značilna tudi za daljše obdobje. Ena od razlag za to donosnost je, da jo ustvari superioren menedžment, in da ima sklad s tem komparativno prednost (Prather, Middleton, 2002, str. 118). Prather in Middleton pa v svoji raziskavi to zavrmeta oz. dopuščata možnost, da so odločitve, ki jih sprejme superiorni menedžment, boljše od povprečja, vendar so tudi povezane z višjimi stroški.

Pri merjenju uspešnosti upravljanja so se v pomoč profesionalnim investitorjem v svetu uveljavile različne metode, ki upoštevajo tako donosnost kot tveganje portfelja. Pri teh merilih gre za izračun za tveganje prilagojenih donosnosti, ki jih nato največkrat primerjamo z donosnostjo kriterijskih indeksov oz. konkurence. Metode, ki jih sodobna premoženjska teorija ponuja, so naslednje: Sharpovo merilo uspešnosti, Treynorjevo merilo uspešnosti, Jensenovo merilo uspešnosti, cenitveni koeficient uspešnosti in M^2 merilo uspešnosti.

5.1 SHARPOVO MERILO USPEŠNOSTI

William F. Sharpe, nobelov nagrajenec za ekonomijo, je oblikoval merilo uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov, ki primerja presežno donosnost (premija za tveganje) portfelja sklada s tveganjem sklada, ki je izraženo skozi variabilnost sklada v določenem obdobju. Sharpovo merilo nam pokaže presežno donosnost sklada na enoto tveganja portfelja sklada, pri čemer merimo tveganje s standardnim odklonom donosnosti portfelja sklada. Z drugimi besedami nam Sharpov kazalec izmeri nagrado za enoto tveganja, izračunamo ga po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 868):

$$\text{Sharpov kazalnik} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma_p}$$

\bar{r}_p - povprečna donosnost portfelja v proučevanem obdobju

\bar{r}_f - povprečna netvegana donosnost v proučevanem obdobju

σ_p - standardni odklon donosnosti portfelja v proučevanem obdobju

Osnovno sporočilo tega kazalca je zelo preprosto in sicer velja, da je upravljanje vzajemnega sklada (portfelja) tem bolj uspešno, čim višje je razmerje med ustvarjeno presežno donosnostjo sklada in njegovim tveganjem, torej čim višja je vrednost kazalnika. Sharpov kazalnik nam nudi zadostne informacije o izbiri dveh investicijskih možnosti za naprej oz. nam oceni, kateri portfelj je bil boljši za preteklo obdobje, pri čemer je potrebno poudariti, da donosnost dveh (enot) portfeljev, ki jih primerjamo s tem kazalcem, ne sme biti v korelaciji z ostalimi naložbami, ki jih ima vzajemni sklad v portfelju (Dowd, 2000, str. 212). Eden od ciljev profesionalnih upravljavcev je maksimizacija Sharpovega kazalnika, kar pomeni maksimizacijo naklona premice alokacije sredstev. Uporaba tega merila se je v praksi zmanjšala zaradi nekaterih slabosti, ki jih vsebuje kazalnik. Predvsem gre tu za vrsto predpostavk, glavna pa izhaja iz domneve, da se sestava premoženja v proučevanem obdobju ne spreminja. Posledica te predpostavke je, da ta kazalec preceni tveganje aktivno upravljanih skladov, in tako podceni uspešnost upravljanja sklada. Še bolj ta predpostavka vpliva na agresivno aktivno upravljane sklade, kjer dodatno podceni uspešnost upravljanja sklada. Potrebno je biti pozoren na dejstvo, da postane kazalec nezanesljiv, ko upravljavec spremeni strategijo upravljanja vzajemnega sklada. V tem primeru je potrebno kazalec izračunati posebej za obdobja, v katerih je prišlo do spremembe strategije upravljanja sklada. Kasneje se je razvil tudi Sharpov koeficient dodatne donosnosti, ki se od navadnega Sharpovega kazalnika razlikuje v tem, da netvegano donosnost v števcu, nadomesti z donosnostjo primerljivega portfelja, ki je pasivno upravljan. S Sharpovim koeficientom dodatne donosnosti torej ocenjujemo uspešnost aktivnega v primerjavi s pasivnim načinom upravljanja vzajemnih skladov. Če je Sharpov koeficient dodatne donosnosti negativen, to pomeni, da bi s pasivnim načinom upravljanja dosegli večjo donosnost kot z aktivnim upravljanjem premoženja sklada. Obe Sharpovi merili, ki jih uporabljamo za merjenje uspešnosti upravljanja vzajemnega sklada, sta dobri merili za ugotavljanje presežne donosnosti celotnega sklada na enoto tveganja premoženja sklada, nista pa dobri merili za ugotavljanje uspešnosti posameznih delov portfelja sklada znotraj celotnega premoženja sklada.

5.2 TREYNORJEVO MERILO USPEŠNOSTI

Zelo podoben Sharpovemu kazalcu je Treynorjevo merilo uspešnosti oz. Treynorjev kazalec, ki se razlikuje od Sharpovega le v tem, da primerja presežno donosnost sklada s sistematičnim tveganjem¹⁵, merjenim z beto, in ne torej s celotnim tveganjem sklada, ki je sestavljeno iz sistematičnega in nesistematičnega tveganja. Treynorjev kazalnik izračunamo po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 868):

¹⁵ Sistematičnemu tveganju rečemo tudi tržno tveganje, in je tveganje, ki se ga z razpršitvijo (diverzifikacijo) naložb ne da odpraviti. Tržno tveganje je mogoče opredeliti kot tveganje, ki je povezano z negotovostjo glede pričakovane donosnosti vrednostnega papirja, ki jo povzročijo tržne spremembe kot so cena vrednostnega papirja, obrestne mere, tržna volatilitet in tržna likvidnost (Saunders, Cornett, 2003, str. 223).

$$\text{Treynorjev kazalnik} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\beta_p}$$

\bar{r}_p - povprečna donosnost portfelja v proučevanem obdobju

\bar{r}_f - povprečna netvegana donosnost v proučevanem obdobju

β_p - beta portfelja v proučevanem obdobju

Glede na to, da Treynorjev kazalnik pri izračunu uspešnosti uporablja le sistematično tveganje premoženja sklada, predpostavlja, da vzajemni sklad investira tako, da so naložbe zelo dobro razpršene. Če ima vzajemni sklad dejansko naložbe dobro razpršene, potem oba kazalnika, tako Treynorjev kazalec kot Sharpovo merilo uspešnosti pokažeta enake rezultate, če pa je premoženje vzajemnega sklada slabo razpršeno, potem pokaže Treynorjev kazalec domnevno višjo donosnost, ker je sestavljen tako, da upošteva zgolj sistematično tveganje in ne celotno. Treynorjev kazalec je najprimernejši kriterij za ocenjevanje uspešnosti vzajemnega sklada v primeru, ko je premoženje sestavni del večjega premoženja, ki je dobro razpršeno (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 874). To pomeni, da je Treynorjev kazalec pravo merilo uspešnosti na primer v primeru, ko posamezne dele premoženja vzajemnega sklada (delniški del, obvezniški del) upravlja več upravljavcev, ki imajo tudi med seboj različne strategije upravljanja. Uspešnost upravljavcev je tako potrebno ugotavljati zgolj na podlagi sistematičnega tveganja, ne pa tudi nesistematičnega tveganja, ker to tveganje upravljavci prevzemajo po želji skrbnika ali družbe za upravljanje. Uspešnost upravljavca določenega dela premoženja vzajemnega sklada ocenimo tako, da primerjamo kazalnike upravljavcev med seboj, lahko pa ga primerjamo tudi s primerljivim premoženjem ali kriterijskim indeksom. Najboljšo donosnost je ustvaril tisti upravljavec, ki ima najvišjo vrednost kazalnika, negativna vrednost kazalnika pa kaže na slabo upravljanje premoženja. Kazalnik pa nič ne pove o tem, ali je podpovprečna ali nadpovprečna donosnost, ki jo je ustvaril upravljavec (nizka ali visoka vrednost kazalnika) posledica izredno učinkovitega in dobrega upravljanja, ali je po drugi strani to zgolj čisto naključje ali sreča.

Slabost Treynorjevega kazalnika je v tem, da temelji na modelu CAPM¹⁶, ki ni splošno sprejet model določanja zahtevane donosnosti naložb, ampak obstaja kar nekaj dilem, ki jih niti empirične raziskave niso zavrogle. Poleg tega zahteva kazalnik razmeroma dolgo preteklo obdobje opazovanja.

¹⁶ CAPM je okrajšava za Capital Asset Pricing Model. Temeljna enačba tega modela je, da je povprečna donosnost portfelja enaka seštevku povprečne netvegane donosnosti in premije za prevzeto tveganje, in hkrati obstaja linearna povezava med pričakovano donosnostjo premoženja in donosnostjo trga (Bohm, Wenzelburger, 2005, str. 722). Nadalje se premijo za prevzeto tveganje izračuna tako, da se tržno premijo za tveganje pomnoži s koeficientom beta. CAPM model v splošnem nima trdne veljave, saj je veliko avtorjev s prispevki dokazalo precejšnje slabosti modela. Ena od teh je tudi ta, da pričakovana donosnost vrednostnega papirja ni odvisna samo od rizične komponente tega vrednostnega papirja, ki jo merimo z beta, ampak tudi od nerizične komponente, ki jo merimo z različnimi kazalci kot so knjigovodska vrednost glede na tržno, dividendna donosnost, dobiček na delnico in drugi (Brennan, Chordia, Subrahmanyam, 1998, str. 346).

5.3 JENSENOVO MERILO USPEŠNOSTI

Jensenovo merilo uspešnosti imenujemo tudi portfeljska alfa (portfolio alfa). Jensen je zelo podobno kot Treynor razvil merilo uspešnosti upravljanja premoženja, ki temelji na sistematičnem tveganju, in torej upošteva, da posamezen del portfelja navadno ni tako dobro razpršen kot celoten portfelj premoženja. Jensenovo merilo uspešnosti oz. Jensenov kazalnik je presežna donosnost, opredeljena kot razlika med povprečno donosnostjo portfelja in povprečno donosnostjo primerljivega portfelja (benchmarka ali kriterijskega indeksa), pri čemer povprečno donosnost ocenimo s pomočjo CAPM modela (Elton, Gruber, 1997, str. 1753). Jensenovemu merilu v praksi večkrat rečejo alfa vrednost. Alfa vrednost portfelja izračunamo po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 868):

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

α_p - Jensenovo merilo uspešnosti (alfa)

\bar{r}_p - povprečna donosnost portfelja v proučevanem obdobju

\bar{r}_f - povprečna netvegana donosnost v proučevanem obdobju

\bar{r}_M - povprečna donosnost tržnega premoženja v proučevanem obdobju

β_p - ocena tržnega tveganja premoženja v proučevanem obdobju

V primeru, da je Jensenovo merilo uspešnosti oz. Jensenova alfa pozitivna, to pri analiziranju uspešnosti upravljanja vzajemnega sklada pomeni, da je upravljavec sklada zelo dobro upravljal sklad, saj je donosnost sklada nad donosnostjo primerljivega premoženja oz. kriterijskega indeksa (Pastor, Stambaugh, 2002a, str. 318). Negativna alfa pa pomeni resno opozorilo upravljavcu, da sklad ni dobro upravljan, ter da je potrebno dobro razmisliti, ali je obstoječa strategija upravljanja prava, ali pa jo je potrebno mogoče spremeniti.

Jensenovo merilo uspešnosti ima tudi svoje slabosti. Ena od slabosti se kaže v tem, da ga ne moremo uporabljati na način, da bi rangirali vzajemne sklade glede na njihovo donosnost. Če bi hoteli to storiti, bi bilo potrebno vzajemne sklade prilagoditi za tveganje. Velja namreč, da pri ugotavljanju uspešnosti dveh vzajemnih skladov, ki imata enako alfo, je bolj uspešen upravljavec tistega sklada, ki ima manjšo beto oz. manjše sistematično tveganje. To slabost odpravlja naslednji kazalec, ki ga v nadaljevanju podrobneje predstavljam, in se imenuje cenitveni koeficient uspešnosti.

5.4 APPRAISAL RATIO - CENITVENI KOEFICIENT USPEŠNOSTI

Cenitveni koeficient uspešnosti primerja Jensenovo merilo uspešnosti (alfa) z obsegom nesistematičnega tveganja premoženja, ki ga v praksi imenujemo tudi napaka sledenja (tracking error) (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 868). Z drugimi besedami, cenitveni koeficient uspešnosti meri presežno donosnost na enoto tveganja, ki bi ga v principu bilo mogoče odpraviti

z boljšo razpršitvijo premoženja oz. z naložbami v tržno premoženje, kot je na primer borzni indeks. Izračuna se ga po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 868):

$$\text{Cenitveni koeficient uspešnosti} = \frac{\alpha_p}{\sigma(e_p)}$$

α_p - Jensenovo merilo uspešnosti (alfa)

$\sigma(e_p)$ - nesistematično tveganje, ki se mu je upravljavec izpostavil za doseganje donosov oz. tudi sledilna napaka (tracking error) oz. standardna napaka ocene nepojasnjene variance donosnosti portfelja

Cenitveni koeficient uspešnosti, ki nam kot rezultat da absolutno vrednost, nam pokaže, kakšna je upravljavčeva sposobnost, znanje in izkušnje, da realizira višje donose kot jih ustvari primerljivo premoženje oz. kriterijski indeks, ki služi upravljavcu za neko referenčno vrednost, ki jo poskuša premagovati iz dneva v dan. V primeru, da je vrednost cenitvenega koeficienta uspešnosti pozitivna, to pomeni, da je bil upravljavec vzajemnega sklad pri upravljanju nadpovprečno uspešen oz. vsaj bolj uspešen od primerljivega premoženja oz. svojega kriterijskega indeksa. Večja kot je vrednost koeficienta, bolj uspešno je sklad upravljan. Če na primer znaša cenitveni koeficient uspešnosti 0'39, to pomeni, da je upravljavec vzajemnega sklada s tem, ko je prevzel dodatno enoto tveganja, ki ga je sicer možno odpraviti z dobro razpršitvijo premoženja, ustvaril za 0'39 višjo tveganju prilagojeno donosnost nad donosnostjo primerljivega premoženja oz. kriterijskega indeksa.

Cenitveni koeficient uspešnosti se najbolj priporoča uporabljati v primeru, da se odločamo, koliko aktivno upravljanega premoženja naj bo mešanega s pasivnim načinom upravljanja premoženja, saj kaže na skupno vrednost razmerja med donosnostjo in tveganjem in sicer prek aktivne donosnosti, za dosego katere se je potrebno izpostaviti nesistematičnemu tveganju in sledilni napaki.

5.5 M² MERILO USPEŠNOSTI

Izboljšavo Sharpovega kazalca, ki ga je težko razložiti, ker ne predstavlja merljive donosnosti, ampak zgolj donosnost na standardni odklon, sta izdelala Leah Modigliani in njen bolj slavni dedek Franco Modigliani, med drugim tudi nobelov nagrajenec za ekonomijo (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 869). Kazalec M² še vedno jemlje za mero tveganja standardni odklon, vendar sta avtorja prilagodila kazalec tako, da omogoča primerjavo donosnosti ob isti stopnji volatilitnosti. Da ustvarimo kazalec M² si za začetek zamislimo, da je upravljan portfelj (P) kombiniran z netveganimi vrednostnimi papirji (zakladne menice) tako, da se celotni oz. prilagojeni portfelj ujema z volatilitnostjo tržnega indeksa (npr. S&P 500). Na primer, če je standardni odklon upravljanega portfelja 1,5 krat večji od tržnega (od indeksa), bo sestava prilagojenega portfelja taka, da bo dve tretjini portfelja investiranega v upravljan portfelj in ena tretjina v netvegane naložbe oz. zakladne menice. Prilagojen portfelj, ki ga imenujemo P*, bo na

ta način imel enak standardni odklon kot tržno premoženje oz. tržni indeks. Ker imajo torej tržni indeks in prilagojen portfelj P^* enako mero tveganja, lahko primerjamo njihovo uspešnost zgolj na podlagi primerjave njihove donosnosti.

Merilo uspešnosti upravljanja vzajemnega sklada M^2 torej izenači variabilnost vrednosti premoženja s trgom tako, da ustvari hipotetično premoženje, sestavljeno iz zakladnih menic in upravljanega premoženja. Izračuna se ga po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 869):

$$M^2 = r_{p^*} - r_M$$

M^2 - merilo uspešnosti Modigliani in Modigliani

r_{p^*} - donosnost prilagojenega (hipotetičnega) premoženja P^*

r_M – donosnost tržnega premoženja oz. primerljivega premoženja

Merilo uspešnosti M^2 nam pokaže, kako uspešno oz. neuspešno je bilo upravljanje vzajemnega sklada glede na neko primerljivo premoženje (kriterijski indeks), ob predpostavki, da bi obe premoženji imeli enako volatilitno oz. tveganje. V primeru, da je donosnost prilagojenega premoženja nižja od donosnosti tržnega oz. primerljivega premoženja, je donosnost upravljanega premoženja vzajemnega sklada podpovprečna oz. lahko rečemo, da je sklad slabo upravljan. Če pa je donosnost prilagojenega premoženja večja od donosnosti tržnega oz. primerljivega premoženja, kar pomeni pozitivno vrednost kazalnika merila uspešnosti M^2 , je donosnost vzajemnega sklada nadpovprečna in je sklad dobro upravljan.

6. SKLEP

Dejstvo je, da so vzajemni skladi med slovenskimi prebivalci že kar nekaj časa ena najpopularnejših oblik varčevanja, ki je predvsem v zadnjih nekaj letih doživela velik razmah. S sprostitvijo zakonodajnih omejitev so vzajemni skladi začeli vse več sredstev nalagati v tujino, kjer obstaja nešteto priložnosti za realizacijo dobre donosnosti sklada. To je razvidno tudi iz strukture naložb delniških vzajemnih skladov med avgustom 2005 in avgustom 2006. Povprečno so imeli delniški vzajemni skladi avgusta 2005 naloženih v tujini 55 odstotkov sredstev, leto kasneje pa že 70 odstotkov vseh sredstev, razlika pa je šla na račun zmanjšanja sredstev v slovenskih vrednostnih papirjih. Z naraščanjem števila vlagateljev in obsega vrednosti sredstev v upravljanju vzajemnih skladov, so družbe za upravljanje v želji po doseganju čim višjega tržnega deleža, ustanovljale nove vzajemne sklade, tudi za zadovoljitev specifičnih potreb posameznih investitorjev. Iz poročila Banke Slovenije pa je razvidno, da je razlog v ustanavljanju novih vzajemnih skladov tudi v izredno nizkih obrestnih merah v banki. Trenutno imamo v Sloveniji 225 vzajemnih skladov, tako domačih kot tujih družb za upravljanje, ki imajo okrog 460 milijard tolarjev sredstev v upravljanju. Od domačih družb za upravljanje imata prvi dve (KD Group in Triglav d.z.u.) kar polovični tržni delež, od tujih pa ima skoraj 60 odstoten tržni delež (med tujimi družbami, ki tržijo vzajemne sklade na slovenskem finančnem trgu) Raiffeisen-Krekova banka. Razcvet industrije vzajemnih skladov v Sloveniji se bo zagotovo

nadaljeval, saj podatki kažejo, da je varčevanje Slovencev v vzajemnih skladih v primerjavi z Evropo zelo nizko. Tako ima povprečen Slovenec v vzajemnih skladih naloženega okrog 1.000 evrov premoženja, evropsko povprečje pa znaša 11.256 evrov.

Za upravljavce vzajemnih skladov, katerih glavna naloga in cilj je doseči čim višjo donosnost ob sprejemljivem tveganju, predstavlja upravljanje zagotovo velik izziv. Upravljanje razumemo kot vnaprej skrbno zasnovan proces, ki je sestavljen iz zaporedja številnih aktivnosti, s katerimi želimo doseči zastavljene cilje. V teoriji obstaja več različnih poti oz. korakov v procesu upravljanja, v praksi pa se proces upravljanja najpogosteje vrši v naslednjih korakih: določitev naložbene politike, analiza vrednostnih papirjev, oblikovanje portfelja vrednostnih papirjev, revizija portfelja in preverjanje ustreznosti sestave in na koncu ugotavljanje uspešnosti upravljanja s portfeljem. Določitev naložbene politike pomeni določitev ciljev investiranja vzajemnega sklada z upoštevanjem vseh omejitev. Z analizo vrednostnih papirjev se poizkuša najti tiste vrednostne papirje, ki so podcenjeni, in jih smiselno vključiti v portfelj. V praksi se upravljavci pri analiziranju vrednostnih papirjev poslužujejo predvsem dveh vrst metod, to je tehnične in temeljne analize. V splošnem velja, da je analiza vrednostnih papirjev manj pomembna od strateške alokacije in razpršitve premoženja na različne vrste finančnih naložb, ki spadata pod fazo oblikovanja portfelja. V tej fazi torej določamo naložbene razrede, ki jih bomo vključili v portfelj, sledi določitev strateške alokacije znotraj naložbenih razredov, določitev taktične alokacije znotraj naložbenih razredov in na koncu ocenitev uspešnosti odločitev, ki smo jih opravili.

Z revizijo portfelja preverjamo ustreznost sestave portfelja, saj se v določenem časovnem obdobju zgodi veliko sprememb, ki povzročijo, da obstoječi portfelj vzajemnega sklada ni več optimalen. Cilj revizije portfelja je preoblikovati portfelj na način, da bo zagotovljena ustrezna kombinacija med donosnostjo in tveganjem med starim in novim portfeljem, v korist na novo preoblikovanega portfelja, seveda pa je pri tem potrebno upoštevati stroške, povezane z optimizacijo portfelja. Zadnji korak in tudi zelo pomemben korak v procesu upravljanja predstavlja ugotavljanje uspešnosti upravljanja s portfeljem in zasledovanja vnaprej začrtanih ciljev. Z analizo uspešnosti upravljanja ugotavljamo, ali smo na pravi poti in uspešno uresničujemo zastavljene cilje, ali pa ugotavljamo, da nam ne gre vse po načrtih, in je potrebno nato ugotoviti, kje se problemi, ter jih ustrezno rešiti. V svetu so se uveljavile različne metode, ki so v pomoč investitorjem pri ugotavljanju uspešnosti upravljanja, med najbolj pogoste pa sodijo Sharpovo merilo, Treynorjevo merilo, Jensenovo merilo, cenitveni koeficient uspešnosti ter M^2 merilo.

LITERATURA

1. Avramov Doron, Wermers Russ: Investing in mutual funds when returns are predictable. Journal of Financial Economics 81, 2006. str. 339-377.

2. Ballestero E., Gunther M., Pla-Santamaria D., Stummer C.: Portfolio selection under strict uncertainty: A multi-criteria methodology and its application to the Frankfurt and Vienna Stock Exchanges. *European Journal of Operational Research* XXX, 2006. str.1-12.
3. Bange Mary M., Miller Thomas W. Jr.: Return momentum and global portfolio allocations. *Journal of Empirical Finance* 11, 2004. str. 429-459.
4. Berk Aleš: Kakšen bo slovenski kapitalski trg v prihodnje. *Finance*, Ljubljana št. 217, 2005, str. 8.
5. Berk Aleš: Naložbene strategije vzajemnih skladov. Gradivo pripravljeno za Triglav D.U., d.o.o. Ljubljana, 2005a. 102 str.
6. Berk Aleš: Naši skladi manj dejavni od tujih, a dražji. *Finance*, Ljubljana št. 182, 2005b, str. 26
7. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: *Investments*. Sixth Edition. B.k. Irwin, 2005. 1090 str.
8. Bogle John C.: *Bogle On Mutual Funds: New Perspectives for The Intelligent Investor*. New York: Richard D. Irwin, Inc., 1994. 320 str.
9. Bohm Volker, Wenzelburger Jan: On the performance of efficient portfolios. *Journal of Economic Dynamics & Control* 29, 2005. str. 721-740.
10. Brennan Michael J., Chordia Tarun, Subrahmanyam Avanidhar: Alternative factor specifications, security characteristics, and the cross-section of expected stock returns. *Journal of Financial Economics* 49, 1998. str. 345-373.
11. Brennan Michael J., Schwartz Eduardo S., Lagnado Ronald: Strategic asset allocation. *Journal of Economic Dynamics & Control* 21, 1997. str. 1377-1403.
12. Brown Stephen J., Goetzmann William N.: Mutual fund styles. *Journal of Financial Economics* 43, 1997. str. 373-399.
13. Cesari Riccardo, Cremonini David: Benchmarking, portfolio insurance and technical analysis: a Monte Carlo comparison of dynamic strategies of asset allocation. *Journal of Economic Dynamics & Control* 27, 2003. str. 987-1011.
14. Chance Don M., Hemler Michael L.: The performance of professional market timers: daily evidence from executed strategies. *Journal of Financial Economics* 62, 2001. str. 377-411.
15. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
16. Dowd Kevin: Adjusting for risk: An improved Sharpe ratio. *International Review of Economics & Finance* 9, 2000. str. 209-222.
17. Elton Edwin J., Gruber Martin J.: Modern portfolio theory, 1950 to date. *Journal of Banking & Finance* 21, 1997. str. 1743-1759.
18. Engstrom Stefan: Costly information, diversification and international mutual fund performance. *Pacific-Basin Finance Journal* 11, 2003. str. 463-482.
19. Flavin T.J., Wickens M.R.: Macroeconomics Influences on Optimal Asset Allocation. *Review of Financial Economics* 12, 2003, str. 207-231.
20. Fredman Albert J.: *How Mutual Funds Work*. New York: New York Institute of Finance, 1993. 334 str.

21. Gaivoronski Alexei A., Krylov Sergiy, Wijst van der Nico: Optimal Portfolio Selection and Dynamic Benchmark Tracking. *European Journal of Operational Research* 163, 2005. str. 115-131.
22. Gilmore Claire G., McManus Ginette M., Tezel Ahmet: Portfolio allocation and the emerging equity markets of Central Europe. *Journal of Multinational Financial Management* 15, 2005. str. 287-300.
23. Graham John R., Harvey Campbell R.: Market timing ability and volatility implied in investment newsletters' asset allocation recommendations. *Journal of Financial Economics* 42, 1996. str. 397-421.
24. Grinblatt Mark, Moskowitz Tobias J.: Predicting stock price movements from past returns: the role of consistency and tax-loss selling. *Journal of Financial Economics* 71, 2004. str. 541-579.
25. Hagelin Niclas, Pramborg Bengt: Dynamic investment Strategies with and without emerging equity markets. *Emerging Markets Review* 5, 2004. str. 193-215.
26. Jackson Charles: *Active Investment Management*. J.Wiley&Sons, 2003. 210 str.
27. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2001. 542 str.
28. Klos Alexander: The investment horizon and dynamic asset allocation-same experimental evidence. *Economics Letters* 85, 2004. str. 167-170.
29. Kovačič Simona: Upravljanje obvezniških vzajemnih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2005. 98 str.
30. Lioui Abraham, Poncet Patrice: International asset allocation: A new perspective. *Journal of Banking & Finance* 27, 2003. str. 2203-2230.
31. Lofthouse Stephen: *Investment management*. Second Edition. John Wiley & Sons, 2001. 589 str.
32. Lubej Samo: *Vzajemni skladi za vsakogar*. Maribor: Kapital, 2005. 143 str.
33. Lubej Samo: *Cvetoča industrija vzajemnih skladov*. Maribor: Kapital, 2006. str. 37-47.
34. Madura Jeff: *Financial Institutions and Markets*. Forth Edition. South-Western, 1998. 712 str.
35. Madura Jeff: *Personal Finance*. Third Edition, 2006. 670 str.
36. Malkiel Burton Gordon: *A Random Walk Down Wall Street*. W. W. Norton & Company, 2003. 414 str.
37. Mramor Dušan: *Trg kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
38. Mishkin Frederic S.: *The Economics Of Money, Banking, and Financial Markets*. Fifth Edition. Harper Collins, 1997. 679 str.
39. Pastor Lubos, Stambaugh Robert F.: Investing in equity mutual funds. *Journal of Financial Economics* 63, 2002. str. 351-380.
40. Pastor Lubos, Stambaugh Robert F.: Mutual fund performance and seemingly unrelated assets. *Journal of Financial Economics* 63, 2002a. str. 315-349.
41. Prather Larry J., Middleton Karen L.: Are $N + 1$ heads better than one? The case of mutual fund managers. *Journal of Economic Behavior & Organization* 47, 2002. str. 103-120.
42. Ribnikar Ivan: Finančne institucije. *Bančni vestnik*, Ljubljana, 1996. str. 43-45.
43. Ribnikar Ivan: Izvedeni finančni instrumenti. *Bančni vestnik*, Ljubljana, 1996a. str. 52-54.

44. Ribnikar Ivan: Upravljanje finančnega premoženja. Bančni vestnik, Ljubljana, 1994. str. 50-51.
45. Ribnikar Ivan: Odprti ali vzajemni investicijski skladi (instrumentov) denarnega trga. Bančni vestnik, Ljubljana, 1998. str. 50-52.
46. Rugg Donald D.: The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds. Homewood (Ill.): Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
47. Saunders Anthony, Cornett Marcia Millon: Financial Institutions Management. Fourth Edition. McGraw-Hill. 2003. 778 str.
48. Sharpe William F.: Asset Allocation: Management Style and Performance Evaluation: Journal of Portfolio Management, 1992. str. 7-19.
49. Sharpe William F., Alexander Gordon J., Bailey Jeffery V.: Investments. Upper Saddle River: Prentice Hall, 1999. 962 str.
50. Shukla Ravi: The value of active portfolio management. Journal of Economics and Business 56, 2004. str. 331-346.
51. Strajnar Franci: Družbe za upravljanje in investicijski skladi – njihov ustroj in delovanje. Ljubljana: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov, 2004. 19 str.
52. Swanson Peggy E., Lin Anchor Y.: Trading behavior and investment performance of U.S. investors in global equity markets. Journal of Multinational Financial Management 15, 2005. str. 99-115.
53. Vassalou Maria: Exchange rate and foreign inflation risk premiums in global equity returns. Journal of International Money and Finance 19, 2000. 433-470.
54. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 421 str.

VIRI

1. A Guide to Understanding Mutual Funds. Washington: Investment Company Institute, 2006. 50 str.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije 7-8, 2006. 88 str.
[URL: <http://www.bsi.si/iskalniki/bilteni.asp?MapaId=229>], 19.9.2006
3. Benchmarks. Zaphir Associates, Inc.
[URL: <http://www.styleadvisor.com/resources/concepts/benchmarks.html>], 19.9.2006.
4. Dobiček iz kapitala od odsvojitve finančnega kapitala od 1.1.2006 dalje. Davčna uprava Republike Slovenije. Pojasnilo DURS, št. 42103-2/2006.
[URL: http://www.durs.gov.si/index.php?id=8513&no_cache=1], 19.9.2006.
5. Gospodarski cikel, borzni cikel - kateri panožno usmerjeni skladi so aktualni? Finančna točka, 22.11.2006.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=4767>], 22.11.2006.
6. Informacijski sistem Bloomberg.
7. Investicijski skladi vse pomembnejši del finančnega sistema. Slovenska tiskovna agencija, 23.7.2006.
[URL: <http://www.finance-on.net/?MOD=show&id=158840>], 20.9.2006.

8. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
[URL: <http://www.ljse.si>], 19.9.2006.
9. Naložbene želje. Raziskava GfK Gral-Iteo, julij 2006.
[URL: http://www.gfk.si/4_2_lclank.php?cid=1599], 20.9.2006.
10. Naj bo »novinec«, »drznež« ali »razumnik« - Slovenci stavijo na investicijske sklade.
Raziskava GfK Gral-Iteo, 14.9.2006.
[URL: http://www.gfk.si/pr_raiffeisen.php], 20.9.2006.
11. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2005. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2006.
12. Sklep o naložbah investicijskega sklada. Uradni list RS, št. 80/03, 87/05.
13. Spletni portal časnika Finance: Rubrika vzajemni skladi.
[URL: <http://www.finance-on.net/skladi.php>], 19.9.2006.
14. Spletni portal Finančna točka.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/>], 20.9.2006.
15. Spletni portal Vzajemci.com.
[URL: <http://www.vzajemci.com/>], 19.9.2006.
16. Supermarket vzajemnih skladov.
[URL: <http://www.skladi.com/>], 19.9.2006.
17. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-1). Uradni list RS, št. 40/04.
18. Zakon o dohodnini (Zdoh-2). Uradni list RS št. 117/2006.
19. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), Uradni list RS, št. 11/02, 2002.
20. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1A), Uradni list RS, št. 26/05, 2005.
21. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o dohodnini (Zdoh-1D). Uradni list RS, št. 115/2005.
22. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1). Uradni list RS, št. 56/99, 52/02, 26/05.
23. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov.
[URL: <http://www.zdu-giz.si>], 19.9.2006.