

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA VLAGANJA SLOVENSКИH VLAGATELJEV V VZAJEMNE
SKLADE GLEDE NA NJIHOV ODNOS DO TVEGANJA**

Ljubljana, december 2007

AMRA DŽAMASTAGIĆ

IZJAVA

Študentka Amra Džamastagić izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 19. 12. 2007

Podpis: _____

1. UVOD	1
1.1. Opredelitev problema.....	1
1.2. Namen in cilj magistrskega dela	2
1.3. Metode preučevanja in vsebinska zasnova magistrskega dela	3
2. VZAJEMNI SKLADI	4
2.1. Opredelitev vzajemnih skladov	4
2.1.1. Opredelitev vzajemnih skladov glede na donosnost in tveganje	5
2.1.2. Opredelitev vzajemnih skladov glede na naložbeno politiko	6
2.2. Prednosti in pomanjkljivosti vlaganja v vzajemne sklade	8
2.3. Vzajemni skladi v Sloveniji	11
2.4. Primerjava slovenskih razmer z razvitimi trgi	14
3. DONOSNOST IN TVEGANJE PRI VLAGANJU V VZAJEMNE SKLADE.....	18
3.1. Donosnost.....	18
3.1.1. Opredelitev donosnosti	18
3.1.2. Merjenje donosnosti	19
3.2. Tveganje	20
3.2.1. Opredelitev tveganja	20
3.2.1.1. Vlagatelji in njihov odnos do tveganja.....	22
3.2.2. Merjenje tveganja.....	24
3.2.2.1. Standardni odklon donosnosti	24
3.2.2.2. Tveganje padca vrednosti (ang. downside risk).....	26
3.2.2.3. Metoda VAR	26
3.2.3. Tveganju prilagojena donosnost (ang. risk-adjusted performance).....	27
3.2.3.1. Opredelitev za tveganje prilagojene donosnosti	27
3.2.3.2. Sharpova mera	27
3.2.3.3. Treynorjeva mera	28
3.2.3.4. Jensenova mera	30
3.2.3.5. Informacijski kazalec	31
3.2.3.6. Modiglianijeva mera.....	31
3.3. Teoretični vidiki oblikovanja premoženja.....	32
3.3.1. Moderna premoženjska teorija - Markowitzev model	33
3.3.2. CAPM model.....	35
3.3.3. Vzajemni sklad kot oblika naložbe	37
3.3.3.1. Vzajemni sklad kot edina naložba vlagatelja	38
3.3.3.2. Vzajemni sklad kot del premoženja	42
4. EMPIRIČNA RAZISKAVA: PROFILI SLOVENSКИH VLAGATELJEV V VZAJEMNE SKLADE	44

4.1. Opredelitev finančnih profilov (z vidika odnosa do tveganja)	44
4.2. Izbrana metoda raziskave profilov slovenskih vlagateljev v vzajemne sklade	46
4.3. Vzorec in metodologija	46
4.4. Prednosti in slabosti oziroma omejitve izbrane metodologije vzorčenja ...	47
5. ANALIZA REZULTATOV RAZISKAVE	48
5.1. Lastnosti anketirancev	48
5.2. Analiza finančnih profilov vlagateljev	49
5.3. Analiza varčevanja v vzajemnih skladih	58
5.4. Povzetek najpomembnejših rezultatov raziskave	63
6. TVEGANJU USTREZNA IZBIRA VZAJEMNEGA SKLADA	64
6.1. Opredelitev največje možne izgube	65
6.2. Stroški vlaganja v vzajemne sklade	66
6.3. Obdobje varčevanja	67
6.4. Davki	68
7. SKLEP	68
LITERATURA	71
VIRI	74
PRILOGE	
SLOVAR TUJIH IZRAZOV	

SEZNAM SLIK IN TABEL:

Slika 1:	Svetovna razporeditev sredstev v vzajemnih skladih konec leta 2006.....	6
Slika 2:	Vrednost sredstev slovenskih vzajemnih skladov od decembra 2000 do marca 2007 (v mio EUR)	12
Slika 3:	Mesečna neto vplačila v posamezne vrste slovenskih vzajemnih skladov od januarja 2006 do marca 2007 (v mio EUR).....	13
Slika 4:	Svetovno gibanje vrednosti sredstev vzajemnih skladov v letih 1999–2006 (v mrd USD).....	14
Slika 5:	Svetovna porazdelitev vrednosti sredstev vzajemnih skladov med regijami konec leta 2006	15
Slika 6:	Primerjava razporeditve sredstev med slovenskimi vzajemnimi skladi (levo) in evropskimi vzajemnimi skladi (desno) v odstotkih.....	16
Slika 7:	Vpliv razpršenosti na tveganje premoženja	21
Slika 8:	Razmerje med stopnjo izpostavljenosti tveganju in pričakovano donosnostjo	23
Slika 9:	Meja učinkovitosti in razpoložljiv zbir.....	35
Slika 10:	Razpoložljivi in najugodnejši zbir ter krivulje koristnosti	35
Slika 11:	Gibanje baznih indeksov mesečnih donosnosti vzajemnega sklada slovenskih delnic, indeksa SBI20 in šestmesečnih zakladnih menic Republike Slovenije od januarja 2005 do junija 2007, z osnovo v mesecu januarju 2005	41
Slika 12:	Učinek večanja deleža hedge skladov v tradicionalnem portfelju	43
Slika 13:	Znanje anketiranih vlagateljev: (a) poznavanje področja vrednostnih papirjev, borznih dogajanj in investicijskih skladov in (b) seznanjenost s tveganji v zvezi z naložbo v vzajemne sklade.....	49
Slika 14:	Izkušnje anketiranih vlagateljev: (a) varčevanje v vrednostnih papirjih oz. investicijskih skladih in (b) dosednji čas vlaganja v vzajemne sklade	50
Slika 15:	Namen varčevanja anketiranih vlagateljev v vzajemnih skladih.....	50
Slika 16:	Časovni horizont varčevanja anketiranih vlagateljev: unovčitev naložbe v vzajemni sklad	51
Slika 17:	Odnos anketiranih vlagateljev do tveganja (a) pričakovana povprečna letna donosnost v obdobju varčevanja in (b) sprejemljivo znižanje vrednosti naložbe v obdobju varčevanja.....	52
Slika 18:	Reakcija anketiranih vlagateljev v primeru negativne donosnosti vzajemnega sklada: (a) unovčitev naložbe v vzajemni sklad v primeru negativne donosnosti in (b) vlaganje prihrankov v vzajemni sklad v primeru negativne donosnosti.....	54
Slika 19:	Obstoječi prihranki anketiranih vlagateljev	55
Slika 20:	Izbira hipotetičnega vzajemnega sklada	55

Slika 21: Gibanje baznih indeksov tehtane povprečne letne donosnosti oz. spremembe VEP po posameznih vrstah slovenskih vzajemnih skladov v letu 2006, z osnovo na dan 30. 12. 2005 (tehtane povprečne letne donosnosti VEP na dan 30. 12. 2005 = 100)	56
Slika 22: Finančni profili anketiranih vlagateljev	57
Slika 23: Razporeditev sredstev anketiranih vlagateljev v vzajemnih skladih	59
Slika 24: Razlog za naložbo v vzajemni sklad	60
Slika 25: Število vzajemnih skladov v premoženju anketiranih vlagateljev	61
Slika 26: (a) Delež vseh prihrankov anketiranih vlagateljev v vzajemnih skladih in (b) Varčevanje anketiranih vlagateljev v vzajemnih skladih glede na bančne vloge	62
Slika 27: Struktura finančnih naložb slovenskih gospodinjstev v letih 2002–2006 do Q3 (v odstotkih)	63
Tabela 1: Primerjava povprečne mesečne donosnosti, največjega nihaja navzdol, standardnega odklona donosnosti, Sharpove mere vzajemnega sklada slovenskih delnic in indeksa SBI20 za obdobje treh let (24. 10. 2004–24. 10. 2007)	39
Tabela 2: Hipotetično gibanje donosnosti naložbe (podane so najvišja, najnižja in pričakovana realna donosnost v naslednjih petih letih).....	53
Tabela 3: Primerjava pozitivnih in negativnih donosnosti dveh največjih vzajemnih skladov na svetu v obdobju od ustanovitve do leta 2004	65
Tabela 4: Prikaz hipotetičnega primera – privarčevani zneski v delniških vzajemnih skladih z različnimi upravljavskimi provizijami in različnimi vstopnimi stroški v 30 letnem obdobju	66
Tabela 5: Realne vrednosti 1.000 USD pri 3,4-odstotni letni inflacijski stopnji v različno dolgih časovnih obdobjih	67

1. UVOD

1.1. Opredelitev problema

Varčevanje v vzajemnih skladih predstavlja dolgoročno naložbeno obliko, ki je primerna za vsakogar, ki je pripravljen sprejeti določeno mero tveganja in svoj denar oziroma prihranke zaupati v upravljanje strokovnjakom v družbah za upravljanje. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU–1, 2002) definira vzajemni sklad kot premoženje, ki je ločeno od premoženja družbe za upravljanje, ki upravlja vzajemni sklad in je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Varčevanje v vzajemnih skladih je za vlagatelje enostavno. Vlagatelj v vzajemni sklad s svojim kapitalom vstopa in izstopa po lastni volji. To stori z nakupom in prodajo enot premoženja vzajemnega sklada po vsakokratni dnevni vrednosti enote premoženja, od tega se odšteje le provizija, ki jo upravljavec vzajemnega sklada običajno zaračunava za vstop ali izstop iz vzajemnega sklada. Fizična ali pravna oseba postane torej lastnik sorazmernega dela premoženja vzajemnega sklada z vplačilom sredstev v vzajemni sklad.

V Sloveniji je bil prvi vzajemni sklad ustanovljen leta 1992, približno dobro desetletje kasneje pa so na slovenski trg vstopili tudi tuji ponudniki s svojimi vzajemnimi skladi in konkurenca se je močno povečala. Za razcvet vzajemnih skladov v Sloveniji so poskrbele tudi razmere na denarnem trgu, saj so pred nekaj leti obrestne mere v bankah in hranilnicah začele drastično upadati. Trend je bil v skladu z gibanjem obrestnih mer v tujini (Evropski uniji) kot tudi v skladu z odpiranjem slovenskega gospodarstva, zmanjševanjem inflacije ter povečanjem konkurence.

Slovenski finančni trg ponuja možnost vlaganja v skoraj vse možne vrste vzajemnih skladov: od vzajemnih skladov, ki so regionalno ali panožno usmerjeni, do skladov skladov (ang. fund of funds) ali pa denarnih skladov (ang. money market funds). Ponudba je torej precej pestra, je pa res, da se na drugi strani zaradi tega pojavlja poplava informacij, ki povzroča zmedenost vlagateljev ter vse večje povpraševanje po ustreznem finančnem svetovanju.

Vlagatelj bi ob presežku svojih sredstev moral razmisliti, koliko bo tvegati, kakšno donosnost bo za to zahteval oziroma pričakoval, prav tako bi ga morala zanimati značilnost naložbe in njena učinkovitost. Med vzajemnimi skladi, ki se tržijo na slovenskem finančnem trgu, obstajajo velike razlike tako glede tveganja kot donosnosti, zato izbira pravega vzajemnega sklada za posameznega vlagatelja ni lahko delo. Veliko vlagateljev poišče nasvet pri svetovalcih oz. neposredno pri

družbah za upravljanje, ki ponujajo različne vrste vzajemnih skladov. Nekateri vlagatelji pa se odločijo na podlagi lastnega znanja¹.

V domači in tuji literaturi je zaslediti več različic vprašalnikov, na podlagi katerih naj bi bodoči vlagatelj sam ugotovil, kakšen tip vlagatelja je in kakšen vzajemni sklad, če sploh, bi bil zanj primeren. Vlagatelji bi se morali zavedati, da sta tveganje in donosnost medsebojno odvisna, kar pomeni, da višja kot je donosnost vzajemnega sklada, višje je tveganje in s tem posledično manjša varnost prihrankov in obratno.

1.2. Namen in cilj magistrskega dela

Osnovni namen magistrskega dela je na eni strani preučiti vzajemne sklade predvsem z vidika tveganja in donosnosti ter podati praktične napotke, ki bodo vlagatelju v pomoč pri izbiri vzajemnega sklada, na drugi strani pa preučiti različne finančne profile vlagateljev, predvsem z vidika nagnjenosti k tveganju v povezavi z izbiro vzajemnega sklada. Poudariti je potrebno, da se magistrsko delo osredotoča na male vlagatelje, tj. posameznike, ki svoja sredstva vlagajo v vzajemne sklade.

Cilj magistrskega dela je podati temeljna pravila in potrebna znanja o vlaganju v vzajemne sklade, predvsem z vidika tveganja in donosnosti, ki naj bi jih imel posameznik, ki namerava prihranke vlagati v to naložbeno obliko. Tako nameravam:

- opredeliti donosnost in tveganja, ki jim je izpostavljen vzajemni sklad,
- opredeliti povezavo med tveganjem in donosnostjo,
- prikazati praktičen primer interpretiranja in izračunavanja kazalcev o tveganju in donosnosti vzajemnega sklada iz obstoječih podatkov vzajemnega sklada, predvsem z vidika uporabnosti za malega vlagatelja,
- na osnovi finančnega profila vlagateljev ugotoviti odnos vlagateljev do tveganja in ali vlagatelji izbirajo vzajemne sklade, ki ustrezajo njihovem finančnemu profilu,
- podati praktične napotke, ki bodo vlagateljem v pomoč pri izbiri ustreznega vzajemnega sklada.

Na podlagi lastne raziskave in analize podatkov bom poskušala potrditi ali ovreči naslednji hipotezi:

1. Vplačila v delniške vzajemne sklade v zadnjem letu skokovito naraščajo, pri čemer pa se vlagatelji ne zavedajo, da morebitne višje donosnosti pomenijo tudi višje tveganje.
2. Vlagatelji so v obdobju varčevanja v vzajemnih skladih izbrali vzajemne sklade, ki ne ustrezajo njihovem finančnemu profilu.

¹ Sklep o načinu in pogojih za trženje in oglaševanje investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 52/07) določa, da vlagatelj lahko pisno odkloni posredovanje podatkov o njegovem finančnem profilu.

1.3. Metode preučevanja in vsebinska zasnova magistrskega dela

Magistrsko delo je razdeljeno na teoretični in empirični del. Teoretični del temelji na preučevanju strokovne literature tujih in domačih avtorjev, virov ter člankov s področja vzajemnih skladov, predvsem z vidika tveganja in donosnosti. Pri tem sem uporabila deskriptivno metodo, metodo klasifikacij (pri definiranju pojmov) in komparativno metodo, s katero sem ugotavljala razlike ter podobnosti med obravnavanimi pojmi. Teoretični del je zasnovan kot priročnik tako za male vlagatelje, kakor tudi za finančne svetovalce. Skozi praktičen primer so podane razlage posameznih kazalcev tveganja in donosnosti vzajemnega sklada, kakor tudi razlaga povezave med tveganjem in donosnostjo.

V empiričnem delu sem se osredotočila na male vlagatelje, ki vlagajo svoja sredstva v vzajemne sklade. S pomočjo analize anketnih vprašalnikov sem poskušala ugotoviti, ali vlagatelji vlagajo svoja sredstva v vzajemne sklade, ki ustrezajo njihovem finančnemu profilu. Nekatero podatke za raziskavo sem poiskala na internetu, tu mislim predvsem na vprašanja za sestavo vprašalnika o profilu vlagatelja. Anketa je razdeljena na dva dela. V prvem delu sem poskušala ugotoviti finančni profil vlagatelja. V drugem delu pa sem poskušala ugotoviti, v katere vzajemne sklade vlagatelji dejansko vlagajo svoja sredstva. Vprašanja so različnega tipa. S pomočjo odgovorov na zastavljena vprašanja sem od anketiranih vlagateljev dobila informacije o tem, ali izbira vzajemnega sklada ustreza njihovem profilu tveganosti. Rezultate ankete sem zaradi preglednosti in boljšega razumevanja prikazala v tabelah in grafih. Nekatero od njih sem primerjala med seboj, na koncu pa sem na osnovi teoretične podlage in pridobljenih informacij s pomočjo ankete podala smiselne sklepne ugotovitve.

Naloga je sestavljena iz sedmih poglavij. V prvem uvodnem poglavju so opredeljeni problematika in cilji, ki sem jih želela z raziskovanjem doseči. Pri tem je opredeljena tudi metoda, ki sem jo uporabila pri raziskovanju, in na kratko prikazan strnjen načrt vsebine poglavij.

Drugo poglavje je namenjeno vzajemnim skladom. Podrobneje je predstavljena razvrstitev vzajemnih skladov glede na donosnost in tveganje ter razvrstitev vzajemnih skladov glede na naložbeno politiko. Predstavljene so tudi prednosti in pomanjkljivosti vlaganja v vzajemne sklade. Sledi pregled slovenskega trga vzajemnih skladov in primerjava s tujimi razvitimi trgi.

V tretjem poglavju je predstavljena analiza donosnosti in tveganja vzajemnega sklada. Podrobneje so opisani donosnost in tveganje, mere donosnosti in tveganja, povezava med tveganjem in donosnostjo ter prikazan enostaven način razlage podatkov v povezavi z navedenimi pojmi. V nadaljevanju tega poglavja je predstavljena moderna premoženjska teorija s poudarkom na vzajemnih skladih.

Moderna premoženjska teorija se ukvarja z vprašanjem učinkovite razpršitve premoženja in najboljšo izmenjavo med tveganostjo premoženja in nagrado oziroma donosnostjo premoženja.

V četrtem, uvodnem delu v raziskavo, so predstavljeni analiza posameznih finančnih profilov vlagateljev, predvsem z vidika odnosa do tveganja, ter metode raziskave z njihovimi prednostmi in slabostmi.

Peto poglavje je namenjeno empirični raziskavi, ki temelji na teoretičnih osnovah, podanih v predhodnih poglavjih. Prikazani so rezultati ankete o finančnem profilu vlagatelja in rezultati ankete o njihovem vlaganju v vzajemne sklade. Cilj raziskave je ugotoviti, ali se izbira vzajemnega sklada razlikuje glede na finančni profil vlagatelja.

V šestem poglavju so glede na vsebino prejšnjih poglavij podani praktični napotki, ki naj bi vlagateljem glede na njihov odnos do tveganja olajšali izbiro vzajemnega sklada. Sledi mu sedmo, zadnje poglavje, v katerem so podane sklepne ugotovitve magistrskega dela.

2. VZAJEMNI SKLADI

Zaradi prilagajanja potrebam in željam vlagateljev se je razvila vrsta vzajemnih skladov, ki omogočajo zadovoljitev najrazličnejših potreb vlagateljev. V drugem poglavju prikazujem naložbene možnosti, ki jih ponujajo vzajemni skladi vlagateljem ter prednosti in slabosti tovrstnih naložb. Med vzajemnimi skladi obstajajo tudi precejšnje razlike v njihovih naložbenih politikah, kar posledično vpliva tudi na pričakovano donosnost in njihovo tveganje, zato v tem poglavju podrobneje predstavljam tudi razvrstitev vzajemnih skladov glede na donosnost in tveganje in razvrstitev vzajemnih skladov glede na naložbeno politiko. Sledi pregled slovenskega trga vzajemnih skladov in primerjava s tujimi razvitimi trgi.

2.1. Opredelitev vzajemnih skladov

Vzajemni sklad ni niti pravna niti fizična oseba, temveč je premoženje, ki je v lasti vlagateljev vzajemnega sklada. Vzajemni skladi so del širše skupine investicijskih skladov² in spadajo med tako imenovane odprte investicijske sklade. Vzajemni sklad

² Investicijski skladi so po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1, 2002) finančni posredniki, katerih edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb ter nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. Investicijski sklad se lahko oblikuje kot vzajemni sklad (odprt investicijski sklad) oz. ustanovi kot investicijska družba (zaprt investicijski sklad). **Zaprt investicijski sklad ali investicijska družba** ima ob ustanovitvi določeno in fiksno število delnic, s katerimi se nato trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Delnice imajo torej ceno, ki se oblikuje na podlagi tržne ponudbe in povpraševanja. Delnice je možno kupiti in prodati na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, kjer jih vlagatelj lahko kupi ali proda drugemu zainteresiranemu vlagatelju in ne investicijskemu skladu (Fabozzi, 2002, str. 505). **Odprt investicijski sklad ali vzajemni sklad ali sklad s**

lahko oblikuje samo družba za upravljanje, ki mora pridobiti dovoljenje nadzornega organa, v Sloveniji je to Agencija za trg vrednostnih papirjev³. Premoženje vzajemnega sklada upravljajo profesionalni upravljavci, ki zbrana sredstva vlagajo v različne vrste finančnih naložb v skladu z naložbeno politiko vzajemnega sklada. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake dele t. i. enote premoženja. Vsak vlagatelj ima pravico do deleža premoženja vzajemnega sklada v sorazmerju z deležem sredstev, ki jih je vložil v vzajemni sklad, pravico do sorazmernega dela čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada in pravico do sorazmernega dela vrednosti sredstev ob likvidaciji vzajemnega sklada.

Vrednost enote premoženja se izračunava vsakodnevno in se določa tako, da se skupna čista vrednost sredstev vzajemnega sklada deli s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku (Mramor et. al., 2000, str. 100). Čista vrednost sredstev vzajemnega sklada se izračuna tako, da se od tržne vrednosti sredstev odštejejo tržne obveznosti vzajemnega sklada. Vzajemni skladi so zanimivi za tiste vlagatelje, ki imajo omejena sredstva, in želijo vlagati tako, da čim bolj razpršijo svoje premoženje in s tem dodatno zmanjšajo tveganje (Mishkin, 2004, str. 297).

Vzajemne sklade lahko opredelimo po različnih kriterijih. Najbolj pogosti sta opredelitev vzajemnih skladov glede na donosnost in tveganje ter opredelitev vzajemnih skladov glede na naložbeno politiko. Navedeni opredelitvi sta tudi predstavljeni v nadaljevanju magistrskega dela.

2.1.1. Opredelitev vzajemnih skladov glede na donosnost in tveganje

Na podlagi donosnosti in tveganja lahko vzajemne sklade razdelimo v tri skupine (Rugg, 1986, str. 56):

- skladi agresivne rasti (angl. aggressive growth funds) – sredstva vlagajo v višje tvegane vrednostne papirje, ki imajo višjo pričakovano donosnost. Zanje je značilen hiter obrat finančnega premoženja, v katerem so ponavadi vrednostni papirji manjših, hitro rastočih podjetij, ki poslujejo v panogah, kjer so odločilnega pomena raziskave in razvoj;
- skladi zmernе rasti (angl. moderate growth funds) – sredstva vlagajo v kombinacijo visoko donosnih in bolj tveganih ter nižje donosnih in manj tveganih vrednostnih papirjev, kjer se dosega zadovoljiva stopnja donosa ob sprejemljivi stopnji tveganja. Sredstva vlagajo v znana in že uveljavljena podjetja, ki so v zreli fazi svojega življenjskega cikla;

spremenljivim donosom nima ob ustanovitvi vnaprej določenega števila delnic oziroma velikosti kapitala. Odprti investicijski skladi ponujajo nove enote premoženja oziroma delnice vlagateljem in so pripravljeni odkupiti enote premoženja oziroma delnice od vlagateljev po njihovi tekoči tržni ceni (vrednosti enote premoženja). Lastniki enot premoženja oziroma delnic odprtih investicijskih skladov jih lahko prodajo investicijskemu skladu, z njimi pa se lahko trguje tudi na organiziranih trgih vrednostnih papirjev (povzeto po Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 109–115).

³ Informacije o nalogah in pristojnostih Agencije za trg vrednostnih papirjev so na voljo na spletni strani: www.atvp.si.

- skladi stabilne rasti (angl. conservative growth funds) – sredstva vlagajo v manj tvegane vrednostne papirje, ki imajo nizko pričakovano donosnost. Ti skladi torej vlagajo sredstva v naložbe s fiksnimi donosi, to je v dolžniške vrednostne papirje, instrumente denarnega trga ali delnice tistih podjetij, ki konstantno izplačujejo sorazmerno visoke dividende.

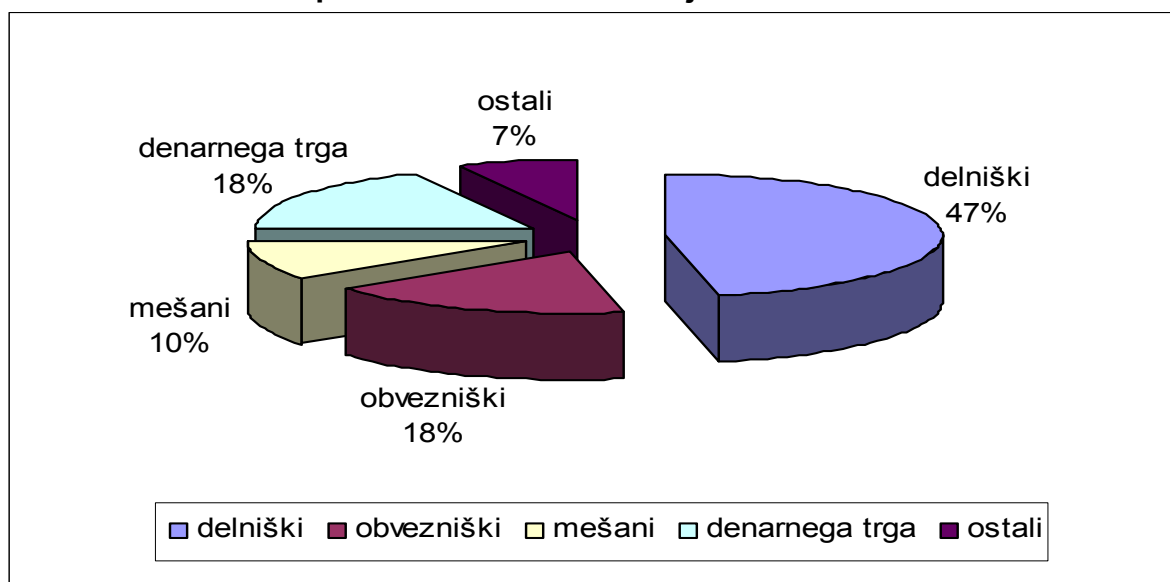
2.1.2. Opredelitev vzajemnih skladov glede na naložbeno politiko

Za najbolj razširjeno in hkrati najenostavnejšo delitev vzajemnih skladov pa velja delitev glede na vrsto vrednostnih papirjev, ki jih ima vzajemni sklad v svojem finančnem premoženju oziroma naložbeno politiko vzajemnega sklada (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 112–113):

- lastniški ali delniški vzajemni skladi (ang. equity funds),
- dolžniški ali obvezniški vzajemni skladi (angl. bond funds),
- mešani vzajemni skladi (angl. hybrid mutual funds),
- vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev ali skladi denarnega trga.

Omenjene skupine vzajemnih skladov se glede na ostale značilnosti (obdavčitev, provizija, izdajatelj, sektor, regija, agresivnost in obrat finančnega premoženja) lahko delijo še naprej v podskupine. V nadaljevanju so na kratko predstavljene nekatere najbolj pogoste vrste vzajemnih skladov. Za ilustracijo je prikazana svetovna razporeditev sredstev v vzajemnih skladih konec leta 2006.

Slika 1: Svetovna razporeditev sredstev v vzajemnih skladih konec leta 2006



Vir: Worldwide Investment Fund Assets and Flows; Trends in the Fourth Quarter of 2006, str. 4.

Kot je razvidno s Slike 1, so najbolj razširjena vrsta vzajemnih skladov po svetu **delniški vzajemni skladi**. Za delniške vzajemne sklade je značilno, da premoženje vlagajo v lastniške vrednostne papirje oz. delnice različnih izdajateljev. Predstavljajo najbolj tvegano vrsto vzajemnih skladov, pri čemer je zaradi učinkovitejše razpršitve

premoženja vlaganje v delniške vzajemne sklade precej manj tvegano kot naložba v posamezne delnice. Vlagatelji so pri vlaganju v delniške vzajemne sklade izpostavljeni višjemu tveganju, kot na primer pri vlaganju v mešane oziroma obvezniške vzajemne sklade. Seveda so za to tveganje nagrajeni s pričakovanimi višjimi stopnjami donosa. Tudi znotraj delniških vzajemnih skladov so se izoblikovale nove podvrste vzajemnih skladov, ki glede na naložbeno politiko vlagajo v različno tvegane delnice in prinašajo različno potencialno donosnost. Tako poznamo sklade rasti (angl. growth funds), ki dajejo poudarek izboru delnic podjetij s potencialom velikih kapitalskih dobičkov ter dohodkovne sklade (angl. income funds), ki vlagajo predvsem v delnice podjetij z visokimi dividendnimi donosnostmi. Upravitelji delniških vzajemnih skladov se lahko tudi specializirajo bodisi za določeno panogo (ang. sector funds), državo ali regijo (ang. regional equity funds) oziroma stopnjo gospodarske razvitosti (npr. skladi razvijajočih se trgov – angl. emerging markets funds) ali pa glede na naložbeno strukturo (npr. skladi dolgih in kratkih pozicij – angl. 130/30 long-short equity funds).

Druga največja skupina vzajemnih skladov so **obvezniški vzajemni skladi**. Za obvezniške vzajemne sklade je značilno, da premoženje vlagajo v dolžniške vrednostne papirje oz. obveznice različnih izdajateljev. Glede na delniške vzajemne sklade so manj tvegani, vendar ponujajo vlagateljem nižje pričakovane donosnosti. Zaradi manjše razlike v donosnostih med različnimi vrstami obvezniških vzajemnih skladov v primerjavi z delniškimi vzajemnimi skladi mora biti vlagatelj pozoren na višino upravljavskih provizij, saj lahko izničijo prednosti posrednega vlaganja v obveznice. Ker so ti vzajemni skladi manj volatilni od delniških, so primernejši zlasti za vlaganje na srednji ali kratki rok. Obvezniški vzajemni skladi se med seboj razlikujejo glede na vrsto papirjev, v katere vlagajo svoja sredstva. Lahko se specializirajo glede na kreditno oceno izdajateljev vrednostnih papirjev, z razponom od nizkotveganih obveznic z oceno tveganja AAA (po ocenjevalni lestvici Standard & Poor's), do visokotveganih obveznic z visoko stopnjo donosa (angl. junk bonds).

Vzajemni skladi, ki vlagajo svoje premoženje tako v lastniške kot dolžniške vrednostne papirje, kakor tudi v kratkoročne vrednostne papirje so t. i. **mešani vzajemni skladi**. Njihova struktura premoženja omogoča vlagateljem večjo stopnjo razpršitve, s čimer se zniža tveganost naložbe, vendar ne ponujajo tako visoke pričakovane donosnosti, kot delniški vzajemni skladi. Ker razporejajo premoženje v različne razrede vrednostnih papirjev, katerih tveganja se nemalokrat med seboj izničujejo, so posebej primerni za tiste vlagatelje, ki bi radi prihranke vložili le v en vzajemni sklad ali vzajemni sklad, katerega premoženje je čim bolj podobno tržnemu. Zaradi manjše tveganosti so primerni tudi za začetnike pri vlaganju na finančnih trgih. Tudi znotraj mešanih vzajemnih skladov so se izoblikovale nove podvrste vzajemnih skladov, od katerih so najbolj znani uravnoteženi vzajemni skladi (ang. balanced funds). Za te vzajemne sklade je značilno, da se njihova struktura naložb skoraj ne spreminja, razmerje med delnicami in obveznicami pa je običajno tri proti dva.

Kot je razvidno iz Slike 1, so imeli konec leta 2006 obvezniški vzajemni skladi in skladi denarnega trga isti odstotek svetovnih sredstev v upravljanju. **Skladi denarnega trga** so namenjeni kratkoročnemu vlaganju, saj glede na naložbeno politiko vlagajo svoje premoženje v kratkoročne vrednostne papirje, kot so depoziti do enega leta, bančni akcepti, potrdila o vlogi, zakladne menice, komercialni zapisi podjetij in drugi instrumenti denarnega trga (Ribnikar, 1998, str. 51). Zaradi najmanjše tveganosti izmed vseh vrst vzajemnih skladov so donosnosti skladov denarnega trga dolgoročno najnižje, najnižje pa so praviloma tudi upravljavske provizije.

Poleg naštetih naj omenim še **indeksne vzajemne sklade, sklade skladov in kotirajoče indeksne sklade oz. ETF-je** (ang. exchange traded funds). Prvi so vzajemni skladi, ki kolikor je možno natančno posnemajo gibanje izbranega borznega indeksa (Jesenek, 2003, str. 81), drugi pa vlagajo v druge vzajemne sklade, njihova pglavitna prednost pa je še večja razpršitev premoženja (Malkiel, 1999, str. 206). ETF je indeksni vzajemni sklad, katerega delnice kotirajo na borzi in ki vlagateljem omogoča, da trgujejo z indeksnim premoženjem tako, kot trgujejo z delnicami (Madura, 2006, str. 657).

Obstajajo pa tudi **garantirani vzajemni skladi**, ki so namenjeni zlasti tistim vlagateljem, ki pripisujejo velik pomen varnosti. Ti vlagatelji iščejo naložbo, ki je predvsem varna in po možnosti donosna. Pri naložbah v garantirane vzajemne sklade se vlagatelj zaveže, da bo naložbo držal določeno obdobje, ponavadi pet, sedem ali več let. Po dogovorjenem času bo dobil vrnjeno najmanj glavnico, le delno udeležen pa bo pri rasti trga. V zameno za varnost sprejme omejitev morebitne donosnosti. Povprečne donosnosti garantiranih produktov znašajo od 3 % do 8 % na leto. Vlagatelj mora biti garantiranih vzajemnih skladih pazljiv na vstopne in upravljavske provizije, ki so ponavadi višji od tistih pri delniških in obvezniških vzajemnih skladih (Verbole, 2007).

2.2. Prednosti in pomanjkljivosti vlaganja v vzajemne sklade

Hitra rast pomena vzajemnih skladov v svetu jasno kaže, da ti vlagateljem prinašajo vrsto pomembnih koristi. Najpomembnejše so naslednje:

- *Široka razpršitev naložb*: omogoča zmanjšanje naložbenih tveganj, povezanih z naložbami v posamezne vrednostne papirje (t. i. nesistematično tveganje), na najnižjo možno raven. Vzajemni skladi ne odpravljajo samo nesistematičnega tveganja, povezanega s posameznimi vrednostnimi papirji, ampak naložbeno tveganje še dodatno zmanjšujejo z naložbami v različne vrste finančnih naložb (Bogle 1994, str. 50).
- *Nizki stroški vlaganja na kapitalske trge preko vzajemnih skladov*: ti stroški seveda niso enaki nič, vendar so zaradi velikega obsega premoženja sorazmerno nižji in porazdeljeni na veliko število vlagateljev. To pomeni precej

nižje neposredne stroške za posameznega vlagatelja (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 108).

- *Likvidnost*: je ena od bistvenih prednosti vzajemnega sklada pred nekaterimi drugimi vrstami naložb (vezane vloge, življenjsko zavarovanje, nepremičnine), predvsem za vse male vlagatelje, ki lahko nepričakovano potrebujejo denar v razmeroma kratkem času (Bogle 1994, str. 53–54). Vlagateljem je omogočen hiter in pregleden dostop do svojih sredstev, saj vzajemni skladi sami odkupujejo svoje investicijske kupone na zahtevo vlagatelja in jih morajo izplačati v razmeroma kratkem času (v Sloveniji morajo to storiti najkasneje v petih delovnih dneh).
- *Strokovno upravljanje z naložbami*: tudi če ima posameznik idealne tržne pogoje in zna izbrati primerno investicijo, mora imeti veliko izkušenj ter časa za spremljanje dogajanja na trgu, da bi lahko uspešno vlagal na finančnih trgih (A Guide to Understanding Mutual Funds, 2006, str. 7). Premoženje vzajemnih skladov upravljajo profesionalni upravljavci, ki s pomočjo analitske službe in na podlagi predhodnih raziskav, sprejemajo odločitve v skladu s temeljnimi naložbenimi cilji in naložbeno politiko vzajemnega sklada (Bogle 1994, str. 53).
- *Udobnost in preprostost nakupa*: investicijske kupone oz. delnice vzajemnega sklada je mogoče kupiti ali prodati pri vzajemnem skladu, preko finančnega posrednika, banke, zavarovalne družbe, preko telefona in tudi preko spleta (A Guide to Understanding Mutual Funds, 2006, str. 8). To velja predvsem za vzajemne sklade po svetu. V Sloveniji je zaradi trenutne zakonodaje obvezna osebna identifikacija pri nakupu investicijskih kuponov vzajemnih skladov.
- *Preglednost poslovanja*: vzajemni skladi skrbijo za preglednost poslovanja z dnevnim izračunavanjem in objavljanjem čiste vrednosti sredstev, z objavo letnih, polletnih, četrletnih in ponekod tudi mesečnih podatkov v časopisih, brošurah in na spletu ter s klicnimi centri za pomoč in svetovanje vlagateljem (Pozen, 1999, str. 18).
- *Zaščita vlagateljev pred izgubo zaradi neetičnih razlogov*: razmeroma stroga zakonodaja na področju vzajemnih skladov in družb za upravljanje ter ločenost sredstev vzajemnega sklada od družbe, ki vzajemni sklad upravlja, zagotavlja visok nivo varnosti (Fredman, Wiles, 1998, str. 30).

Vlaganje v vzajemne sklade ima poleg številnih prednosti tudi nekatere pomanjkljivosti (Bogle, 1994, str. 55–56):

- V primerjavi z neposrednim investiranjem *vlaganje v vzajemne sklade ne omogoča nadzora nad realizacijo kapitalskih dobičkov*. Upravitelj vzajemnih skladov ne morejo prodajati vrednostnih papirjev ravno v trenutku, ko je to z davčnega vidika za posameznega vlagatelja najugodnejše.
- Zaradi *naraščajočega števila vzajemnih skladov*, ki včasih že presega število vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na trgih kapitala, je pravi vzajemni sklad prav tako težko izbrati, kot je težko izbrati ustrezen vrednostni papir.

- *Pomanjkanje osebnega stika med vlagatelji in upravljavci:* s tem ko vlagatelj vlaga v vzajemni sklad in postane delni lastnik vzajemnega sklada, še ne more vplivati na poslovanje vzajemnega sklada in na sestavo premoženja. Upravljavec vlaga sredstva vzajemnega sklada v skladu z naložbeno politiko in neodvisno od želja in preferenc posameznega vlagatelja.
- *Široka paleta stroškov,* ki lahko bremenijo vzajemni sklad. Vzajemni skladi za svoje storitve zaračunavajo provizije (vstopne in izstopne provizije, upravljaljske provizije) ter stroške transakcij finančnega premoženja. Tako vlagatelji z vstopnimi, izstopnimi in upravljaljskimi provizijami ter ostalimi stroški katere plačujejo, krijejo celotno poslovanje vzajemnega sklada. Brez nadzora vlagateljev nad upravljavci vzajemnih skladov oziroma s pristankom na povečanje provizij zaradi različnih razlogov, lahko ti stroški popolnoma izničijo prej navedene prednosti v primerjavi z neposrednim vlaganjem na trgu vrednostnih papirjev.

Pri pomanjkljivostih je potrebno omeniti še obnašanje in težave vzajemnih skladov, kot institucionalnih vlagateljev v času recesije. Vzajemni skladi se takrat soočajo z naslednjimi težavami (povzeto po Deželan, 2002):

- *Pritok in odtok svežega denarja:* v obdobjih recesije in zlomov cen na delniških trgih so najbolj prizadeti tisti vzajemni skladi, ki imajo večino svojega premoženja v delnicah, torej delniški vzajemni skladi. To se običajno pokaže tako, da ravno iz teh vzajemnih skladov v obdobjih velike nestanovitnosti tečajev delnic denar začne odtekat drugam.
- *Pomanjkanje donosnih naložb:* težava, s katero se vzajemni skladi v času recesije še posebno spopadajo, je pomanjkanje ustreznih donosnih naložb. Pomanjkanje obetavnih naložb v javna in zasebna podjetja je eden od pomembnih razlogov, zakaj se denar vzajemnih skladov, v okviru dovoljenih možnosti, začasno seli iz delnic v naložbe s fiksnim donosom in instrumente denarnega trga.
- *Selitev denarja med vzajemni skladi:* pretakanje denarja med vzajemnimi skladi, ki se med seboj razlikujejo predvsem po naložbah, ki prevladujejo v njihovi aktivi, je torej ena od pomembnih značilnosti recesije in kriznih obdobj naploh.
- *Občutljivost za izgube:* ker izguba vrednosti naložb vzajemnih skladov pomeni, da bodo težje izpolnjevali obveznosti do svojih strank oziroma vlagateljev, je razumljivo, da postanejo te institucije bolj pozorne in občutljive za (ne)uspešnost njihovih zunanjih in notranjih upravljavcev premoženja. Prenizka donosnost na upravljano premoženje največkrat vodi k zamenjavi upravljavca.
- *Velik vpliv na trg kapitala:* akademske raziskave so pokazale, kako institucionalni vlagatelji, kot so denimo vzajemni skladi, vplivajo na trge kapitala kot kupci in prodajalci finančnih naložb ter kot lastniki podjetij. Ker institucionalni vlagatelji kupujejo in prodajajo predvsem na trgih, ki so najbolj

likvidni in imajo velik delež trgovanja z delnicami, so to tudi trgi, s katerih se v času padajočih tečajev ob gospodarskih recesijah umikajo. Pomemben rezultat empiričnih raziskav je tudi pozitiven in značilen vpliv neto denarnih tokov na delniške vzajemne sklade (ti so bili v zadnjih letih med najhitreje rastočimi institucionalnimi vlagatelji) in na cene ter donosnosti delniških trgov. V razmerah, ko so neto denarni tokovi negativni, ti torej statistično značilno znižujejo tečaje delnic.

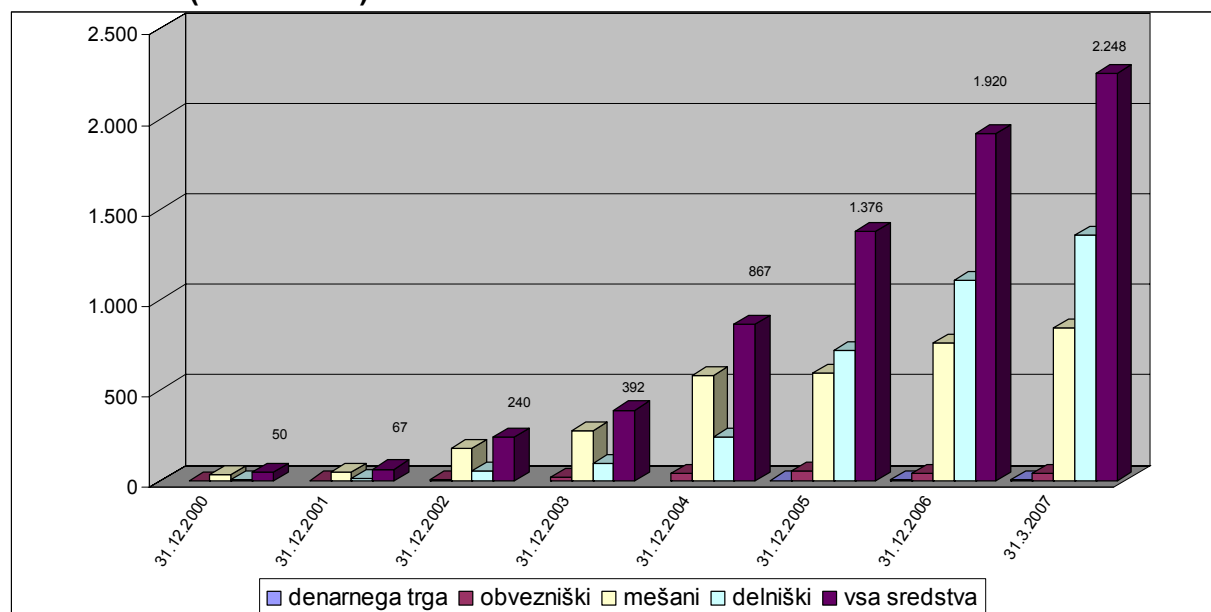
Kot smo videli, obstaja veliko različnih vzajemnih skladov, ki vlagateljem prinašajo poleg vrste pomembnih koristi, tudi nekatere pomanjkljivosti. Kakšno je stanje v Sloveniji na področju vzajemnih skladov v primerjavi z razvitimi trgi, pa je prikazano v nadaljevanju magistrskega dela.

2.3. Vzajemni skladi v Sloveniji

Skupna vrednost sredstev slovenskih vzajemnih skladov se stalno povečuje in to vedno hitreje. To še posebno velja za zadnjih nekaj let, ko je bila rast skoraj eksponentna. Kot je razvidno s Slike 2, so bila sredstva slovenskih vzajemnih skladov v letih 2000 in 2001 precej skromna. Razlogov za to je več, med pomembnejšimi pa gre omeniti slovensko zakonodajo na tem področju. Drugi razlog je v tem, da so bile takrat še zelo aktualne pooblaščne investicijske družbe oz. PID-i, poleg tega pa se je zaključeval postopek privatizacije. Zaradi tega in še nekaterih drugih razlogov je bil razvoj vzajemnih skladov umaknjen na stranski tir. Šele konec leta 2002 je opazen občuten dvig sredstev vzajemnih skladov.

Še večje rasti sredstev pa je opaziti v letih 2005 in 2006 in to predvsem v delniških vzajemnih skladih. Premoženje slovenskih vzajemnih skladov se je leta 2006, glede na leto 2005 povečalo za skoraj 40 % na slabi 2 mrd EUR. Razlog za to gre iskati v visokih donosnostih vzajemnih skladov, ki so posledica spodbudnih razmer na domačem in tujih kapitalskih trgih, kakor tudi v nadaljevanju iskanja višjih donosnosti v bančnim depozitom alternativnih naložbah, in to kljub povečevanju obrestnih mer po letu 2005. Posledica prvega je 19,2 % tehtana povprečna letna donosnost VEP slovenskih vzajemnih skladov v letu 2006 (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, str. 33), posledica drugega pa 163,7 mio EUR neto prilivov v slovenske vzajemne sklade v letu 2006 (Finančna točka, 2007). Tudi v prvem četrtletju 2007 se je nadaljevala rast sredstev vzajemnih skladov. Konec marca 2007 so slovenski vzajemni skladi upravljali skupaj 2,2 mrd EUR sredstev, kar je 17 % več kot konec leta 2006 (Finančna točka, 2007).

Slika 2: Vrednost sredstev slovenskih vzajemnih skladov od decembra 2000 do marca 2007 (v mio EUR)



Vir: Finančna točka, 2007.

Na Sliki 3 je prikazan neto pritok sredstev v slovenske vzajemne sklade v obdobju od januarja 2006 do marca 2007. Kot lahko razberemo s Slike 3, so leta 2006 med slovenskimi vzajemnimi skladi imeli neto vplačila le delniški vzajemni skladi, če zanemarimo izrazito majhne vrednosti denarnih skladov (1,90 mio EUR). Glede na neto izplačila v višini več kot 50 mio EUR iz obvezniških in mešanih vzajemnih skladov, kljub razmeroma visokim donosnostim slednjih, so delniški vzajemni skladi dosegali več kot 210 mio EUR neto vplačil (Finančna točka, 2007). Kot kaže, so se vlagatelji odločali tudi za prerazporeditev sredstev med vzajemnimi skladi. Tretjina neto vplačil delniških vzajemnih skladov iz leta 2006 je bila investirana v štiri vzajemne sklade, z naložbeno politiko, usmerjeno na ozko geografsko področje. Ugotovitev še dodatno podkrepi tezo o visoki nagnjenosti slovenskih vlagateljev v vzajemne sklade k tveganju in sledenju preteklim donosnostim ne glede na preteklo uspešnost delovanja vzajemnega sklada v daljšem obdobju⁴. Trije vzajemni skladi⁵, ki imajo naložbeno politiko usmerjeno na ozko geografsko področje so dosegali 43 % do 73 % letne donosnosti, medtem, ko je bila tehtana povprečna letna donosnost

⁴ V Sloveniji je zelo zanimiva razporeditev sredstev v vzajemnih skladih. Konec leta 2006 je premoženje v delniških vzajemnih skladih znašalo 1.106 mio EUR, kar je predstavljalo 57,6 % vseh sredstev v slovenskih vzajemnih skladih. Mešani vzajemni skladi so upravljali z 39,8 % sredstev, skupaj z delniškimi vzajemnimi skladi torej kar z 97,4 % sredstev. Ostali del sredstev pa so si delili obvezniški vzajemni skladi z 2,3 % deležem ter skladi denarnega trga z 0,3 odstotnim deležem (Finančna točka, 2007). Takšno razporeditev sredstev bi lahko označili za razmeroma tvegano in ji v Zahodni Evropi in v ZDA ni enake (glej tudi točko 2.4.). V državah z razvitimi finančnimi trgi zavzemajo obvezniški vzajemni skladi mnogo večji tržni delež. Vlagatelji so tam doživeli že kar nekaj pravih pretresov delniških tečajev in se zavedajo dolgoročnih posledic. Svoje premoženje raje vložijo nekoliko konzervativneje. V ZDA so konec leta 2006 imeli obvezniški vzajemni skladi in skladi denarnega trga skupaj 37 % sredstev v upravljanju (Investment Company Fact Book, 2007, str. 16). V sosednji Avstriji imajo največji delež sredstev v upravljanju obvezniški vzajemni skladi, pri čemer je ta delež konec leta 2006 znašal 42,4 % (VÖIG, 2007).

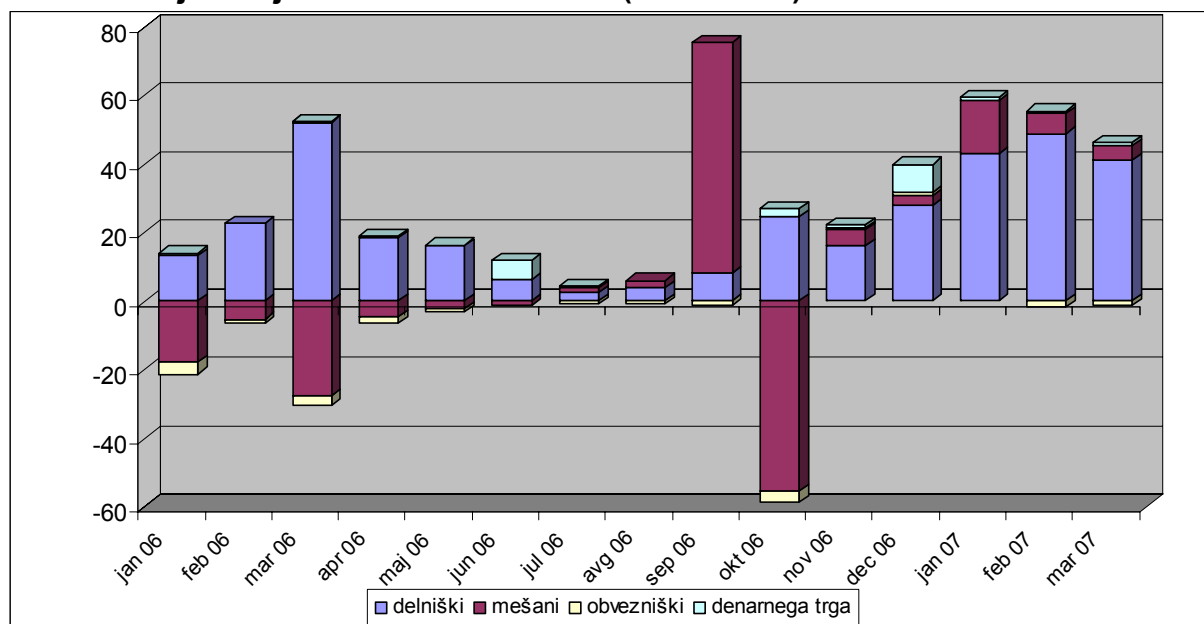
⁵ Vzajemni skladi so bili oblikovani februarja 2006. Letne donosnosti za navedene vzajemne sklade so bile dosegljive februarja 2007. Podatki se nanašajo na navedeno obdobje.

vrednosti enote premoženja (VEP) vseh vzajemnih skladov v enakem obdobju 22 % (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 121).

Neto prilivi v slovenske vzajemne sklade so se v marcu 2007 nekoliko umirili, vendar pa so s 45 mio EUR še vedno precej presegali običajne vrednosti. V prvem četrtletju 2007 so neto prilivi dosegli vrednost 158,2 mio EUR, s tem presegli vrednost iz primerljivega obdobja lani skoraj za 5,2-krat in se močno približali skupnim neto prilivom iz leta 2006. Več kot 80 % neto prilivov v prvem četrtletju 2007 so predstavljala vplačila v delniške vzajemne sklade, ki so za skoraj dve tretjini presegli vrednost iz primerljivega obdobja lani (Finančna točka, 2007).

S pomočjo podatkov, prikazanih v Sliki 2 in Sliki 3 torej lahko potrdim tudi *prvi del prve postavljene hipoteze in sicer, da vplačila v delniške vzajemne sklade v zadnjem letu skokovito naraščajo*.

Slika 3: Mesečna neto vplačila v posamezne vrste slovenskih vzajemnih skladov od januarja 2006 do marca 2007 (v mio EUR)



Vir: Finančna točka, 2007.

V Sloveniji je bilo konec leta 2006 registriranih 198 vzajemnih skladov, od tega 99 vzajemnih skladov slovenskih upravljalcev in 99 vzajemnih skladov iz držav članic Evropske unije⁶, ki jih je upravljalo 14 slovenskih družb za upravljanje in 9 družb za upravljanje iz držav članic Evropske unije (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, str. 30).

⁶ Tudi v Sloveniji je konkurenca tujih uradno registriranih vzajemnih skladov zelo močna. Konec leta 2006 so se sredstva slovenskih vlagateljev vložena v tuje registrirane sklade povzpela na 16 % sredstev slovenskih vzajemnih skladov (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 120).

Področje upravljanja in delovanja vzajemnih skladov v Sloveniji ureja Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU–1, 2002). V septembru 2007 je bil sprejet še Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU–1B, 2007). Pri noveli ZISDU–1B gre predvsem za:

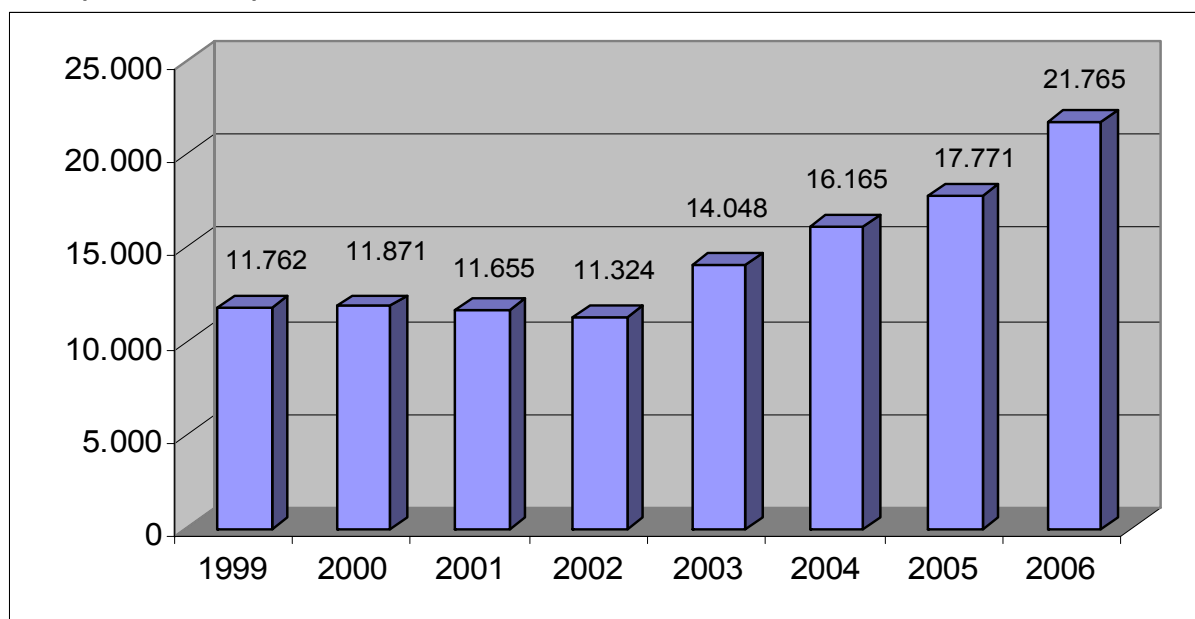
- izenačitev pogojev poslovanja slovenskih družb za upravljanje s tistimi iz drugih držav članic predvsem v smislu poenostavitve trženja vzajemnih skladov zunaj Slovenije,
- možnost oblikovanja krovnega sklada, s čimer je omogočena določena »povezljivosti« do sedaj ločenih vzajemnih skladov,
- možnost pripojitve celotnega vzajemnega sklada k drugemu vzajemnemu skladu s podobno naložbeno politiko in podobnimi stroški,
- izdajo investicijskih kuponov različnih razredov za isti vzajemni sklad.

Dejavnost upravljanja vzajemnih skladov je v Sloveniji dobila neko novo dimenzijo s tem, ko je Slovenija postala članica Evropske unije ter s tem, ko se je spremenila zakonodaja na tem področju in vstopom tuje konkurence na slovenski trg. Vzajemni skladi so v Sloveniji v fazi razcveta in rasti in imajo po mojem mnenju še veliko potenciala za nadaljnjo rast, saj znašajo sredstva v upravljanju v slovenskih vzajemnih skladih okrog 1000 EUR na prebivalca. Kot je prikazano v nadaljevanju magistrskega dela je to zelo malo glede na Evropsko unijo in ZDA.

2.4. Primerjava slovenskih razmer z razvitimi trgi

Pravemu razmahu vzajemnih skladov v svetovnem merilu smo bili priča v zadnjih dveh desetletjih. Slika 4 prikazuje svetovno gibanje vrednosti sredstev vzajemnih skladov v letih 1999–2006.

Slika 4: Svetovno gibanje vrednosti sredstev vzajemnih skladov v letih 1999–2006 (v mrd USD)

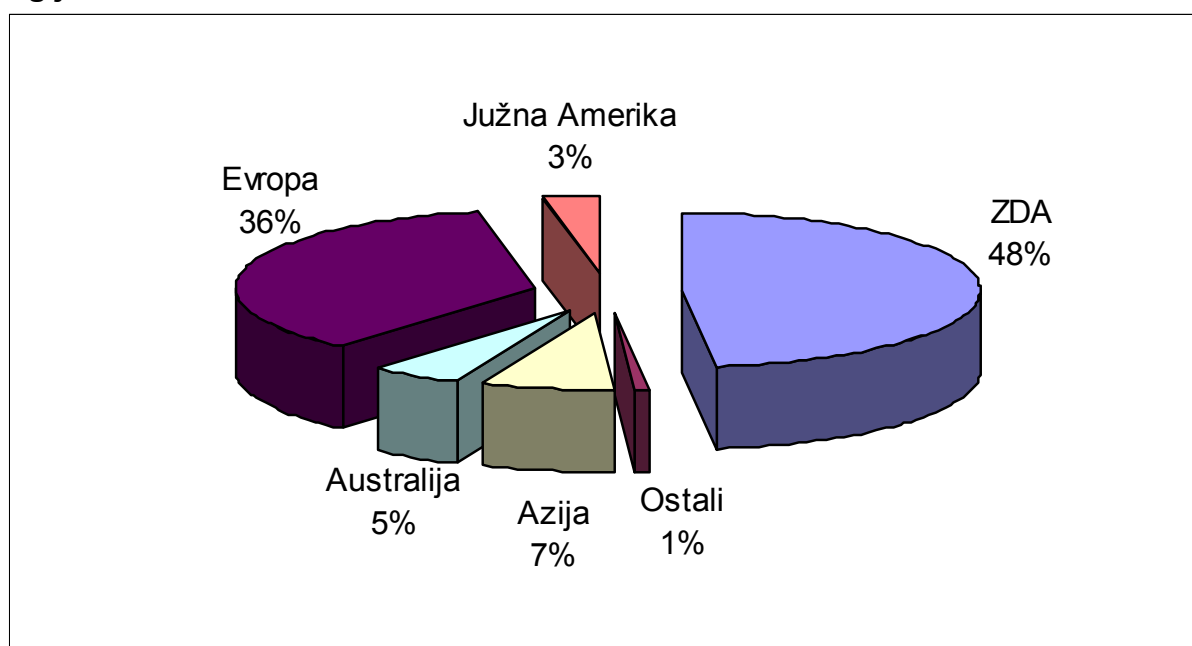


Vir: Investment Company Fact Book, 2007, str. 140.

Svetovna vrednost vzajemnih skladov se od leta 2002 naprej hitro povečuje. Razlog za upad vrednosti sredstev vzajemnih skladov med letoma 2000 in 2002 je bil pokorbnega balona na ameriških tehnoloških borzah, kar je močno znižalo tečaje delnic v premoženjih vzajemnih skladov ter povzročilo velike odlive sredstev iz vzajemnih skladov⁷.

Kot prikazuje Slika 4, se je svetovna vrednost sredstev vzajemnih skladov med letoma 2002 in 2006 povečala kar za 92 % in sicer iz 11.324 milijarde USD na 21.765 milijarde USD, upravljalo pa jih je kar 61.506 vzajemnih skladov (Investment Company Fact Book, 2007, str. 140–141). Kot je razvidno s Slike 5, pa so sredstva vzajemnih skladov zelo neenakomerno porazdeljena.

Slika 5: Svetovna porazdelitev vrednosti sredstev vzajemnih skladov med regijami konec leta 2006



Vir: Investment Company Fact Book, 2007, str. 140.

Največji in najrazvitejši trg vzajemnih skladov so še vedno ZDA, kjer je bilo konec leta 2006 zbranih kar 48 % celotne svetovne vrednosti sredstev vzajemnih skladov⁸. V Evropi je bilo zbranih 36 % svetovne vrednosti sredstev vzajemnih skladov, največ v Luksemburgu in Franciji. Zanimivo je, da so ZDA največje tudi po številu vzajemnih skladov. V ZDA je bilo konec leta 2006 tako registriranih 8.120 vzajemnih skladov. Druga država po številu registriranih vzajemnih skladov je Francija z 8.092 registriranimi vzajemnimi skladi, tretja pa Luksemburg, kjer je zaradi ugodne

⁷ Indeks delnic tehnoloških podjetij (NASDAQ) je namreč od aprila 2000, ko je bil vreden 4.570 točk, v letu in pol zgrmel na manj kot 1.110 točk. Padec je bil kar 75 % ali povedano drugače, vlagatelji so v povprečju v tem času izgubili kar tri četrtine premoženja, naloženega v tovrstne delnice (Štor, 2007, str. 2).

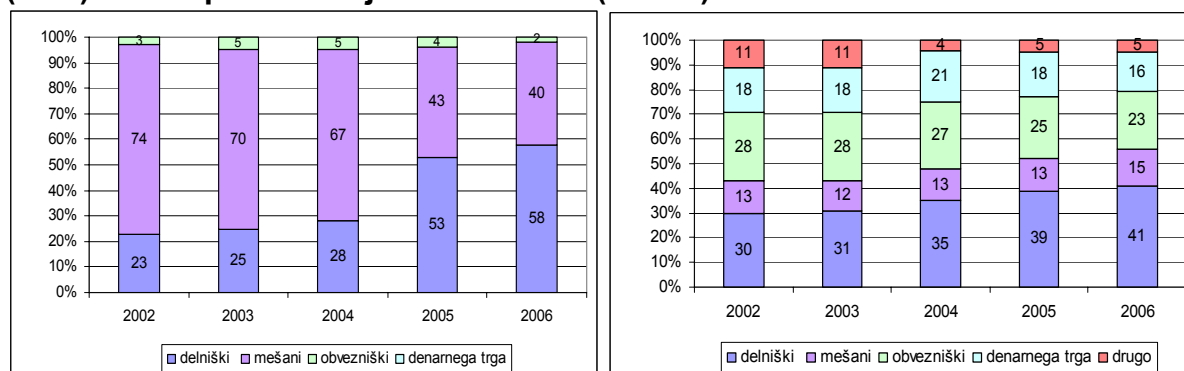
⁸ Konec leta 2006 so vzajemni skladi v ZDA upravljali 10.414 mrd USD sredstev (Investment Company Fact Book, 2007, str. 140). Podatki o vzajemnih skladih v ZDA vključujejo tudi sredstva, ki se v vzajemnih skladih zbirajo na podlagi pokojninskih načrtov. Le-teh je bilo konec leta 2006 4.100 mrd USD, kar je predstavljalo 25 % celotnega pokojninskega trga (Investment Company Fact Book, 2007, str. 82).

zakonodaje kljub majhnosti te države registriranih kar 7.919 vzajemnih skladov (Investment Company Fact Book, 2007, str. 140–141).

Spodbudne razmere na svetovnih kapitalskih trgih so vplivale tudi na 15-odstotno rast sredstev evropskih vzajemnih skladov le-ti so dosegli 357 mrd EUR letnih neto vplačil, kar je predstavljalo 4 % vseh sredstev s konca leta 2006. Od tega so po nekaterih ocenah čezmejna neto vplačila (upoštevana so tudi tista zunaj Evrope), predvsem v luksemburške in irske vzajemne sklade predstavljala 72 % (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 120). Z okrog 1.000 EUR na prebivalca je Slovenija krepko pod evropskim povprečjem, ki je konec leta 2006 znašalo 11.540 EUR (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 120). V ZDA se je ta delež konec leta 2006 gibal okoli 35.000 USD na prebivalca (Investment Company Fact Book, 2007, str. 140). Po drugi strani pa se Slovenija kot razvijajoč trg hitro približuje temu povprečju. To dokazuje tudi podatek, da je bila v rast sredstev slovenskih vzajemnih skladov v zadnjih treh letih v povprečju 73 % (Finančna točka, 2007), medtem ko je bila rast sredstev evropskih vzajemnih skladov v povprečju 16-odstotna (Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2006 and Results for the Full-Year 2006, str. 2), rast ameriških vzajemnih skladov pa je bila v povprečju 12-odstotna (Investment Company Fact Book, 2007, str. 140).

Slovenski vlagatelji izkazujejo razmeroma visoko nagnjenost k tveganju pri vlaganju v vzajemne sklade, kar je razvidno že iz primerjave strukture vrste vzajemnih skladov med Slovenijo in Evropo, kar prikazuje tudi Slika 6⁹.

Slika 6: Primerjava razporeditve sredstev med slovenskimi vzajemnimi skladi (levo) in evropskimi vzajemnimi skladi (desno) v odstotkih



Vir: Finančna točka, 2007; Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2006 and Results for the Full Year 2006, 2007, str. 5.

Delež delniških vzajemnih skladov je v Sloveniji konec leta 2006 s skoraj 60 % bistveno večji, obvezniški vzajemni skladi dosegajo komaj 2 %, delež sredstev

⁹ Stanje v Sloveniji bi bilo že skoraj zaskrbljujoče, če ne bi bilo dejstva, da ima veliko Slovencev pretežni del sredstev vloženih v bančnih vlogah, kar pa celotno stanje prikaže v povsem drugačni luči. Obseg sredstev v upravljanju slovenskih vzajemnih skladov je konec leta 2006 znašal 1.920 mio EUR (Finančna točka, 2007), kar predstavlja približno 16,5 % vseh bančnih vlog prebivalstva v poslovnih bankah (Banka Slovenije, 2007).

skladov denarnega trga pa je zanemarljiv¹⁰. Delež sredstev posameznih vrst evropskih vzajemnih skladov je veliko bolj enakomerno porazdeljen. Čeprav je delež sredstev denarnih in obvezniških vzajemnih skladov s 40 % približno izenačen z deležem delniških vzajemnih skladov¹¹, pa je v zadnjih letih tudi v Evropi, ob razmeroma ugodnih gibanjih na svetovnih kapitalskih trgih in nizkih obrestnih merah opaziti povečano zanimanje za delniške vzajemne sklade na račun denarnih in obvezniških vzajemnih skladov.

Razvoj vzajemnih skladov tako v Sloveniji kot tudi v Evropi je bil v zadnjih letih izjemen. Jedro evropskega systemskega okvira pomeni tako imenovan harmoniziran vzajemni sklad¹², ki je prvi in do sedaj edini finančni produkt z evropskim potnim listom. Med ta finančni produkt se uvrščajo vsi vzajemni skladi slovenskih upravljavcev. Za zagotovitev bolj optimalnega delovanja skupnega evropskega trga vzajemnih skladov je Evropska komisija konec leta 2006 predstavila Belo knjigo o izboljšanju okvira enotnega trga investicijskih skladov, ki temelji na ugotovitvah Zelene knjige o izboljšanju zakonodajnega okvira za investicijske sklade, izdane sredi leta 2005. Osrednji namen Bele knjige je predlog zakonodajnih sprememb, ki naj bi bile v letu 2007 vložene v parlamentarno obravnavo. Med pomembnejšimi predlaganimi novostmi so izkoriščanje ekonomije obsega prek (čezmejne) spojitve vzajemnih skladov in združitve premoženja, poenostavitev izvlečka prospekta, ohranjanje visoke ravni varstva vlagateljev pri distribucijskih kanalih, izkoriščanje novih naložbenih možnosti in drugo (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 123). Nedvomno je evropska zakonodaja vplivala tudi na razvoj slovenskega trga vzajemnih skladov, ki je bil podrobneje predstavljen v točki 2.3..

Kot smo videli, se je zaradi prilagajanja potrebam in željam vlagateljev razvila vrsta vzajemnih skladov, ki omogočajo zadovoljitev najrazličnejših potreb vlagateljev. V drugem poglavju so bile prikazane naložbene možnosti, ki jih ponujajo vzajemni skladi vlagateljem ter prednosti in slabosti tovrstnih naložb. Navedeni prikaz naj bi vlagateljem olajšal izbiro vzajemnega sklada. Kljub temu pa je vlagatelj še vedno tisti, ki mora izbrati sebi primeren vzajemni sklad, in kasneje spremljati njegovo

¹⁰ Razlog za izrazito velik delež sredstev v delniških vzajemnih skladih je tudi v preoblikovanju treh investicijskih družb v delniške vzajemne sklade, ki so konec leta 2006 razpolagali s 23 % sredstev vseh vzajemnih skladov. S preoblikovanjem pooblaščenih investicijskih družb t. i. pidov je nastalo 11 investicijskih družb. Eden od pidov se je preoblikoval v vzajemni sklad neposredno. Do konca decembra 2006 so se od 11 že štiri investicijske družbe preoblikovale v vzajemne sklade, tri v delniške in ena v mešanega. Omenjenih pet vzajemnih skladov je ob koncu leta 2006 predstavljalo skoraj tretjino celotnih sredstev vzajemnih skladov (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 120).

¹¹ Tudi v ZDA so imeli delniški vzajemni skladi konec leta 2006 največji delež sredstev v upravljanju in sicer 57 %. Vendar je bil delež sredstev posameznih vrst ameriških vzajemnih skladov veliko bolj enakomerno porazdeljen, saj je znašal delež obvezniških in denarnih skladov 37 %, delež mešanih vzajemnih skladov pa 6 % (Investment Company Fact Book, 2007, str. 16).

¹² Harmoniziran ali UCITS vzajemni sklad (angl. undertaking for collective investment in transferable securities) pomeni splošno poimenovanje odprtih investicijskih skladov v Evropi, ki ustrezajo zahtevam direktive evropske komisije 85/611/EEC iz leta 1985 s kasnejšimi dopolnitvami. Evropski potni list, ki ga navedena direktiva podeljuje tem vzajemnim skladom, temelji na zavezi držav članic o vzajemnem priznavanju finančnega produkta. Enote oziroma delnice takšnega vzajemnega sklada, ustanovljenega v posamezni državi članici, se lahko tržijo in prodajajo v drugih državah članicah že na podlagi razmeroma preproste notifikacije pri pristojni instituciji gostujoče države.

uspešnost. V nadaljevanju magistrskega dela so med drugim predstavljeni tudi osnovni kazalci, s pomočjo katerih lahko vlagatelj spremlja uspešnost vzajemnega sklada.

3. DONOSNOST IN TVEGANJE PRI VLAGANJU V VZAJEMNE SKLADE

Eno izmed osnovnih načel v financah se nanaša na razmerje med tveganjem in donosnostjo naložbe. Višje kot je tveganje, ki ga je pripravljen vlagatelj sprejeti, višje so morebitne donosnosti. Prav odnos do tveganja določa strukturo premoženja vlagatelja. Za doseganje optimalnih donosnosti pa je ključna razpršitev premoženja v različne oblike naložb, ki pa mora biti prilagojena specifičnim potrebam vsakega vlagatelja. V tem poglavju predstavljam donosnost in tveganje vzajemnega sklada, mere donosnosti in tveganja, povezavo med tveganjem in donosnostjo ter prikazujem enostaven način razlage podatkov v povezavi z navedenimi pojmi.

3.1. Donosnost

3.1.1. Opredelitev donosnosti

Donosnost vzajemnega sklada je za vlagatelje eden pomembnejših dejavnikov, ki lahko vpliva na odločitev o izbiri vzajemnega sklada. Pri uporabi besed donos in donosnost oziroma stopnja donosa je treba biti pazljiv. Donos označuje število denarnih enot nad vloženim zneskom, ki jih prejme vlagatelj v določenem obdobju. Donosnost pa je donos, izražen relativno (torej v odstotkih), glede na vložen znesek (Berk et al., 2006, str. 56).

Celotna donosnost vzajemnega sklada je sestavljena iz treh elementov (Fredman, 1993, str. 37):

- čisti investicijski dobiček – čisti investicijski dobiček je enak vsoti dividend in obresti, dobljenih od vrednostnih papirjev v finančnem premoženju vzajemnega sklada¹³, ki ga je družba za upravljanje dolžna razdeliti med lastnike vzajemnega sklada ali pa ga reinvestirati;
- čisti realizirani kapitalski dobiček – vzajemni skladi lahko trgujejo na borznem trgu, kjer ustvarjajo kapitalske dobičke (ali izgube), ki jih družba za upravljanje razdeli lastnikom vzajemnega sklada. Realiziran kapitalski dobiček (izguba) se nanaša na vrednostne papirje, ki so že bili prodani z dobičkom (izgubo);
- čista sprememba vrednosti enote premoženja – sprememba vrednosti enote premoženja kaže na spremembo finančnega premoženja vzajemnega sklada, kot posledico spreminjanja tečajev vrednostnih papirjev. Nanaša se na nerealizirane kapitalske dobičke (izgube) in vrednostne papirje, ki niso bili spremenjeni v denarno obliko (prodani), torej jih ima vzajemni sklad še v lasti.

¹³ Finančno premoženje oziroma portfelj vzajemnega sklada. V magistrskem delu bom uporabljala oba izraza.

Zgornja teoretična sestava donosnosti velja predvsem za vzajemne sklade po svetu, ne pa toliko za vzajemne sklade slovenskih upravljavcev. Vzajemni skladi slovenskih upravljavcev namreč praviloma ne razdeljujejo dividend in obresti, niti realiziranih kapitalskih dobičkov lastnikom investicijskih kuponov, ampak jih reinvestirajo na finančnem trgu¹⁴. Tako poskušajo povečati tretjo postavko donosnosti (čista sprememba vrednosti enote premoženja), ki je kot taka edini vir donosnosti vlagateljev v vzajemne sklade slovenskih upravljavcev.

3.1.2. Merjenje donosnosti

Donosnost naložbe v posamezni vzajemni sklad je v največji meri odvisna od prihodnjega splošnega gibanja tečajev vrednostnih papirjev na domačih in svetovnih kapitalskih trgih, kar vpliva tudi na neto denarni tok vzajemnega sklada¹⁵. V manjši meri pa je donosnost vzajemnega sklada odvisna tudi od provizij in stroškov vzajemnega sklada ter uspešnosti družbe za upravljanje pri upravljanju premoženja vzajemnega sklada. Zaradi možnosti neugodnih gibanj tečajev vrednostnih papirjev in valut, vrednost vplačanega zneska in donosov ni zagotovljena. Vlagatelj prevzema tveganje izgube vloženih sredstev v investicijske kupone oz. delnice posameznega vzajemnega sklada in morebitnih donosnosti.

Donosnost, ki jo doseže posamezni vlagatelj, ki vlaga sredstva v vzajemni sklad, je navadno nižja od donosnosti vzajemnega sklada kot celote. To je predvsem zaradi različnih stroškov, kot so transakcijski stroški, stroški raznih provizij in drugih stroškov povezanih z nakupom, prodajo in upravljanjem naložb ter plačila davka. Upoštevati je potrebno tudi inflacijo oz. rast cen življenjskih potrebščin (prirejeno po Zobavnik, 1995, str. 16). Tako je potrebno razlikovati med realno donosnostjo vzajemnega sklada, ki jo doseže posamezni vlagatelj in nominalno donosnostjo, ki jo doseže vzajemni sklad kot celota¹⁶.

¹⁴ V času nastajanja tega magistrskega dela (oktober 2007) sta dva vzajemna sklada slovenskih upravljavcev razdeljevala dividende oz. obresti imetnikom investicijskih kuponov.

¹⁵ Obsežne študije (denimo Ippolito, 1992; Sirri in Tufano, 1998), ki so bile do sedaj izvedene na to temo v tujini (pretežno v ZDA) so odkrile močno, pozitivno in statistično visoko značilno povezavo med neto denarnim tokom in donosnostjo vzajemnih skladov (Anderson, Ahmed, 2005, str. 84–89). Nekatere študije (denimo Karceski, 2002, str. 561–562) so empirično pokazale, da je agregatni neto denarni tok v delniške vzajemne sklade občutljiv na njihovo donosnost oziroma donosnost delnic na kapitalskem trgu in da je vpliv donosnosti na agregatni neto denarni tok velik. Slednji je bolj občutljiv na donosnost v mesecih z izredno visokimi kot pa v mesecih z izredno nizkimi donosnostmi, kar pomeni, da vlagatelji vlagajo sredstva v vzajemne sklade nadpovprečno v obdobjih, kadar se tečaji na kapitalskih trgih dvigujejo in podpovprečno v času, ko padajo.

¹⁶ Ko se vlagatelj odloča za vlaganje v vzajemni sklad ne ve točno, kakšna bo donosnost vzajemnega sklada. Spodnja enačba predstavlja dejansko nominalno donosnost vzajemnega sklada, ki jo lahko izračunamo le ex-post. To pomeni, da je donosnost za vlagatelja to, kar se v statistiki imenuje naključna spremenljivka. Naključna spremenljivka ima svojo verjetnostno porazdelitev. Vsaki možnosti verjetnosti vlagatelj pripiše verjetnost in na ta način dobi verjetnostno porazdelitev. Če so donosnosti simetrične, pomeni, da so pravilno porazdeljene okoli najbolj verjetnega izida. Taka porazdelitev se imenuje normalna verjetnostna porazdelitev. Najverjetnejša donosnost je tehtana aritmetična sredina, kjer so uteži verjetnosti, imenuje pa se tudi pričakovana (povprečna)

donosnost in se izračuna na naslednji način: $E(r_j) = \sum_{j=1}^n p_j \times r_j$; pri čemer je p_j - verjetnost, da i -ti vzajemni sklad doseže donosnost r_j . V realnem življenju je zelo težko določiti verjetnosti možnih donosnosti vzajemnega

Nominalna donosnost vzajemnega sklada se izračuna po naslednji formuli:

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

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

VEP_t - vrednost enote premoženja vzajemnega sklada konec obdobja t

$VEP_{(t-1)}$ - vrednost vzajemnega sklada konec obdobja $t-1$

Podatek o vrednosti enote premoženja (VEP) je javno objavljen v medijih. Upravljavci istočasno objavljajo tudi donosnost vzajemnega sklada, in sicer spremembo vrednosti enote premoženja (VEP) glede na prejšnji obračunski dan, v zadnjih dvanajstih mesecih in v zadnjih šestintridesetih mesecih.

3.2. Tveganje

3.2.1. Opredelitev tveganja

Poleg donosnosti je pri investicijskih odločitvah ključna kategorija tveganje. O tveganju govorimo takrat, ko ima odločitev več možnih izidov, nastop posameznega izida pa lahko napovemo oziroma ocenimo le z določeno verjetnostjo (Ferš, 2003, str. 49). Tveganje je torej verjetnost, da bo dejanska donosnost drugačna od pričakovane. Bistveno je razumevanje, da lahko tveganje vpliva na donosnost naložbe negativno ali pozitivno, torej je lahko dejanska donosnost manjša ali večja od pričakovane (prirejeno po Berk et al., 2006, str. 57).

Pri vsaki naložbi, pa naj bo stvarna ali finančna, se srečujemo z dvema vrstama tveganja, ki skupaj predstavljata celotno tveganje (Gitman, Joehnk, 1999, str. 141):

- nesistematično tveganje (ang. unsystematic risk),
- sistematično tveganje¹⁷ (ang. systematic risk).

sklada. Zato se pričakovane vrednosti pridobijo z vzorcem. Tehnika je naslednja: dejanske donosnosti dosežene v preteklih t periodah lahko predstavimo v časovnem grafikonu, po naslednji formuli pa lahko izračunamo oceno

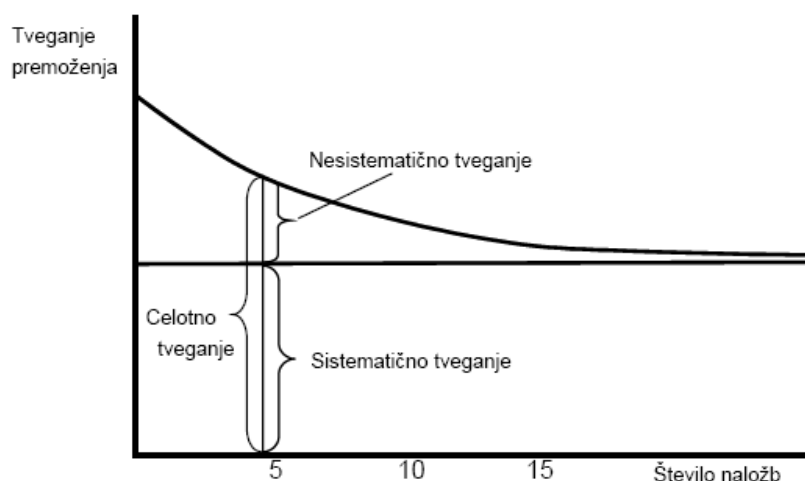
pričakovane donosnosti $\bar{r}$, ki je enaka povprečni donosnosti v vzorcu (Haugen, 1993, str. 43-46): $\bar{r} = \frac{\sum_{t=1}^N r_t}{N}$;

kjer je N število opazovanj. Tako dobljena ocena se razlikuje od dejanske pričakovane donosnosti, izračunane na podlagi verjetnostne porazdelitve. Razlika je posledica t. i. vzorčne napake. Pričakujemo lahko, da bo ocena tem boljše merila dejansko pričakovano donosnost, čim večji bo vzorec (število period opazovanja). Isto velja za varianco oz. standardni odklon. Standardni odklon je kvadratni koren variance. Ker ne poznamo dejanske verjetnostne porazdelitve, tudi ni možno izračunati standardnega odklona donosnosti. Zopet je potrebno ponoviti postopek vzorčenja (glej tudi točko 3.2.2.1.).

¹⁷ Sistematičnemu tveganju rečemo tudi tržno tveganje. Sistematično tj. tržno tveganje je mogoče opredeliti kot tveganje, ki je povezano z negotovostjo glede pričakovane donosnosti vrednostnega papirja, ki jo povzročijo tržne spremembe, kot so cene vrednostnega papirja, obrestne mere, tržna volatilitnost in tržna likvidnost (Saunders, Cornett, 2003, str. 233).

Tveganje premoženja, ki ga je z diverzifikacijo oz. razpršitvijo možno odpraviti, imenujemo nesistematično tveganje, preostalo tveganje, ki je odvisno od splošnih gospodarskih gibanj in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti, pa sistematično (Mramor, 2000, str. 88; Fabozzi, Peterson, 2003, str. 290). Vpliv razpršenosti na tveganje premoženja je prikazan v Sliki 7.

Slika 7: Vpliv razpršenosti na tveganje premoženja



Vir: Mramor, 2000, str. 88.

Tveganje premoženja lahko torej vzajemni skladi zmanjšajo z razpršitvijo. Razpršitev premoženja vzajemnega sklada pomeni ustrezno kombiniranje posameznih naložb vzajemnega sklada, kar omogoča, da ima vzajemni sklad manjše tveganje ob enaki pričakovani donosnosti (Sharpe, Alexander, 1990, str. 11).

In kaj povzroča tveganje pri vzajemnih skladih? Obstajajo štirje dejavniki, ki vplivajo na tveganje vzajemnega sklada (Zobavnik, 1997, str. 6):

- vrste vrednostnih papirjev v finančnem premoženju vzajemnega sklada,
- stopnja, po kateri vzajemni sklad razpršuje svoje finančno premoženje,
- stopnja, do katere upravitelj uporablja finančni vzvod oziroma zadolževanje, da bi povečal poslovno uspešnost,
- obseg, do katerega se upravitelj vzajemnega sklada trudi predvideti tržna gibanja oziroma se zavarovati pred tveganjem.

Praktično predstavlja za vlagatelja tveganje pri naložbah v vzajemne sklade možnost, da bo dejanska donosnost vzajemnega sklada v času vlaganja drugačna kot pričakuje vlagatelj¹⁸. Nižje kot je tveganje, večja je verjetnost za realizacijo predvidenih donosnosti (Lubej, 2005, str. 83). Upravitelj vzajemnega sklada v prospektu opiše posamezna tveganja, katerim je izpostavljen vzajemni sklad, profil

¹⁸ To tveganje se imenuje naložbeno tveganje.

vlagatelja, za katerega je vzajemni sklad primerna naložba, ter navede oceno tveganosti vzajemnega sklada. Ta ocena je lahko opisna oziroma številčna¹⁹.

Za vlagatelja je eden izmed prvih korakov pri postopku izbire primerne vzajemnega sklada zagotovo opredelitev tveganja, ki si ga lahko privošči pri vlaganju v vzajemne sklade oziroma opredelitev tveganja, ki ga je sposoben prenesti glede na svoj finančni profil. Prav ta odnos do tveganja določa strukturo premoženja vlagatelja. Kako lahko vlagatelje razdelimo glede na njihov odnos do tveganja, pa je prikazano v nadaljevanju magistrskega dela.

3.2.1.1. Vlagatelji in njihov odnos do tveganja

Vlaganje lahko opredelimo kot vlaganje prostih denarnih sredstev v različne naložbe. Vlagatelj svoje odločitve sprejema na podlagi analiz, ki mu obljublajo varno glavnico in ustrezno donosnost. Ločiti pa ga moramo od špekulanta, ki izkorišča padanje in rast cen na trgu za hitro ustvarjanje dobička (Bogle, 1999, str. 2).

Odnos vlagateljev do tveganja je precej različen. Nekateri vlagatelji »ljubijo« tveganje, kar z vidika financ pomeni, da jim ceteris paribus, bolj tvegane naložbe prinašajo večjo koristnost kot manj tvegane naložbe. Druga skupina vlagateljev je glede tveganja nevtralna, kar pomeni, da ocenjujejo koristnost naložb samo z vidika obsega in časovne razporeditve donosnosti. Tretja skupina vlagateljev tveganju ni naklonjena in se ga zato izogiba (Mramor, 2000, str. 76).

Vlagatelje tako lahko glede na njihov odnos do tveganja razdelimo v tri skupine (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 168–170):

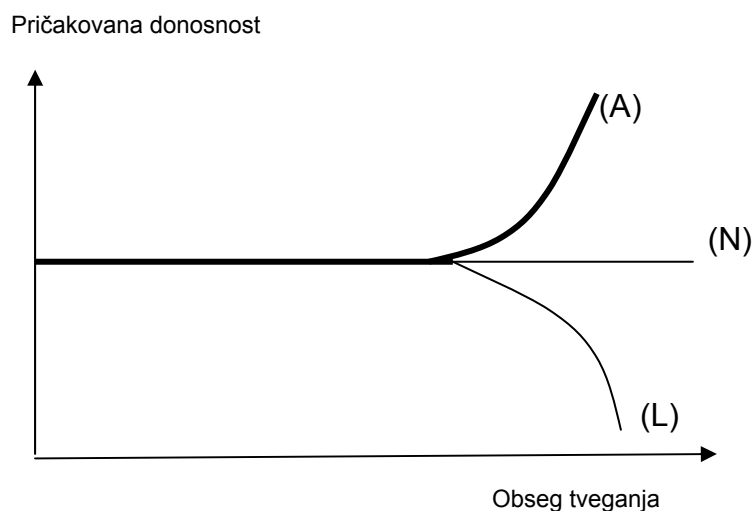
- tveganju naklonjene (ang. risk lovers investors),
- tveganju nenaklonjene (ang. risk averse investors),
- nevtralne (ang. risk neutral investors).

Temelj za preučevanje posameznikove nagnjenosti k tveganju je funkcija koristnosti, ki sta jo razvila Von Neuman in Morgenstern. Von Neuman-Morgensternova funkcija koristnosti prikazuje razmerje med stopnjo tveganja ter donosnostjo. Z naraščanjem tveganja oziroma donosnostjo se sicer povečuje tudi koristnost posameznika, vendar ne za enak prirastek. Prirastek koristnosti je pri prirastku donosnosti istega obsega čedalje manjši. Zaradi te lastnosti ima funkcija koristnosti konveksno obliko. Torej lahko logično povzamemo, da z naraščanjem konveksnosti narašča odpor posameznika do tveganja oziroma njegova nenaklonjenost tveganju (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 39–40).

¹⁹ Večina slovenskih upravljalcev vzajemnih skladov uporablja 10-stopenjsko lestvico za ocenitev tveganosti vzajemnega sklada, pri čemer ocena 1 pomeni zelo nizko tveganje, ocena 10 pa zelo visoko tveganje.

Kot kaže Slika 8 lahko razmerje krivulje koristnosti prikažemo kot razmerje med stopnjo tveganja, ki mu je vlagatelj izpostavljen in stopnjo donosa, ki jo pričakuje za to izpostavljenost.

Slika 8: Razmerje med stopnjo izpostavljenosti tveganju in pričakovano donosnostjo



Vir: Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 41.

Vlagatelja, ki je tveganju zelo nenaklonjen (A), lahko označimo za tistega, ki za dodatno izpostavljenost pričakuje razmeroma veliko premijo za tveganje – velik prirastek donosnosti. V grafu sta še prikazana: vlagatelj, ki je nevtralen do tveganja (N), in vlagatelj, ki je tveganju naklonjen (L). Slednjemu večja izpostavljenost tveganju prinaša celo večjo koristnost kot manjša izpostavljenost. Torej, stopnja konkavnosti te oziroma stopnja konveksnosti prejšnje krivulje opredeli profil tveganja posameznika (povzeto po Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 41).

Z vidika svojega odnosa do tveganja vlagatelji ocenjujejo vrednost naložb in s tem vplivajo na njihovo ceno. Če bi bili vsi vlagatelji do tveganja nevtralni, bi na vrednost naložb vplivali samo pričakovane donosnosti in njihova časovna razporeditev, ker pa ni tako, vpliva na vrednost naložb tudi tveganje. Iz empiričnih raziskav v državah z razvitim finančnim sistemom sledi, da v povprečju vlagatelji tveganju niso naklonjeni (Mramor, 2000, str. 76).

Vzajemni skladi so torej primerni za doseg vseh vrst ciljev, uspešno vlaganje pa je odvisno predvsem od pravilne izbire vzajemnega sklada. Na izbiro vzajemnega sklada vpliva tudi vlagateljev odnos do tveganja. Pri izbiri vzajemnega sklada si lahko vlagatelj pomaga z različnimi kazalci uspešnosti upravljanja premoženja vzajemnega sklada, ki jih javno objavljajo upravljavci oz. si jih lahko vlagatelji sami izračunajo iz obstoječih podatkov vzajemnega sklada. Donosnost vzajemnega sklada, ki je bila predstavljena na začetku tega poglavja, je najbolj enostaven kazalec uspešnosti

upravljanja premoženja vzajemnega sklada, vendar ne daje objektivne ocene, saj ne upošteva tveganja premoženja. Tako imata lahko dva vzajemna sklada enako donosnost, a različno tveganje, kar pomeni, da je vzajemni sklad z nižjim tveganjem bolje upravljan, kot vzajemni sklad z višjim tveganjem. S katerimi merami in na kakšen način lahko merimo tveganje vzajemnega sklada ter katere mere omogočajo hkratno obravnavanje donosnosti in tveganja, pa je prikazano v nadaljevanju magistrskega dela.

3.2.2. Merjenje tveganja

Posamezna kvantitativna merila tveganja se lahko razdelijo v tri skupine (prirejeno po Zobavnik, 1997a, str. 12):

- *merila celotnega tveganja*, ki določajo celotno variabilnost donosnosti vzajemnega sklada okoli povprečne vrednosti te donosnosti ali pod njo,
- *merila sistematičnega tj. tržnega tveganja*, ki izhajajo iz dejstva, da tveganje vzajemnega sklada izhaja le iz splošnih (tržnih) tveganj, saj se posebna tveganja odpravijo z razpršitvijo naložb,
- *tveganju prilagojena merila uspešnosti*, ki so se razvila s ciljem primerjave kakovosti upravljanja vzajemnih skladov in poskušajo v enotno merilo združiti donosnost in tveganje posameznega vzajemnega sklada.

V nadaljevanju so podrobneje predstavljena posamezna kvantitativna merila tveganja, s poudarkom na naslednjih merilih celotnega tveganja: standardni odklon donosnosti, tveganje padca vrednosti, VAR metoda. Kot merilo sistematičnega tj. tržnega tveganja pa je predstavljen koeficient beta. Kot tveganju prilagojena merila uspešnosti pa so prikazani: Sharpova mera, Treynorjeva mera, Jensenova mera, Informacijski kazalec in Modiglianijeva mera.

3.2.2.1. Standardni odklon donosnosti

Veliko finančnih modelov temelji na predpostavki, da je tveganje naložbe ali portfelja naložb določeno z variabilnostjo (nihanjem vrednosti, mero razpršenosti,...) donosnosti. Večja je variabilnost donosnosti, večje je tveganje. Najpogosteje uporabljena mera variabilnosti je standardni odklon donosnosti, katere izračun lahko opišemo z naslednjimi koraki (Ferš, 2003, str. 52):

1. Izračunamo povprečne vrednosti (pričakovano vrednost) analizirane spremenljivke (donosa) v nekem časovnem intervalu.
2. Izračunamo odklone od povprečja (razlika med posamezno vrednostjo in povprečjem).
3. Odklone kvadriramo in dobljene vrednosti za posamezno časovno obdobje seštejemo.
4. Dobljeno vsoto delimo s številom vrednosti (opazovanj).

Standardni odklon donosnosti se izračuna po naslednji formuli²⁰:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (r_i - \bar{r})^2}{N - 1}} \quad (2)$$

Standardni odklon donosnosti²¹ pomeni kvantifikacijo celotnega tveganja, ki vsebuje tako nesistematično kot sistematično tveganje in odraža stopnjo, do katere donosnosti premoženja variirajo okoli povprečja donosnosti (Strong, 2003, str. 39). Manjši kot bo standardni odklon donosnosti naložbe, ožja bo verjetnostna porazdelitev, saj bodo možne donosnosti bližje pričakovani stopnji donosa, zato bo tveganje manjše in obratno.

Ker se ta mera tveganja izračunava na osnovi preteklih gibanj VEP, se običajno domneva, da bo stopnja njihovega gibanja podobna tudi v prihodnosti. Predpostavimo, da se za nek vzajemni sklad pričakuje 10-odstotna povprečna letna donosnost in da ocenjeni letni standardni odklon donosnosti tega vzajemnega sklada znaša 5 %. Standardni odklon tako pove, da je verjetnost, da bo donosnost vzajemnega sklada v naslednjem letu znašala od 5 % do 15 %, približno 68 % (meje smo dobili tako, da smo standardni odklon odšteli oziroma prišteli k pričakovani donosnosti). Verjetnost, da bo donosnost vzajemnega sklada v naslednjem letu znašala od 0 % do 20 %, je približno 95 % (k pričakovani donosnosti smo prišteli oziroma odšteli dva standardna odklona), medtem ko je verjetnost, da bo donosnost med -5 % in +25 % (trije standardni odkloni), približno 99 %. Verjetnost, da bo vlagatelj dosegel donosnost, ki je nižja od -5 % ali višja od 25 %, je enaka 1 %. Polovico od tega ali 0,5 % znaša verjetnost, da bo v naslednjem letu izgubil več kot 5 % svojih sredstev, medtem ko je verjetnost, da se bo vrednost njegovih sredstev povečala za več kot 25 %, enaka 0,5 % (povzeto po Kleindienst, 2001, str. 95).

Veliko upravljavcev vzajemnih skladov uporablja kot mero tveganja t. i. sledilno napako (ang. tracking error), ki je definirana kot standardni odklon razlike med donosnostjo premoženja vzajemnega sklada in donosnostjo primerljivega premoženja (ang. benchmark) v preučevanem obdobju. Sledilna napaka je pomembna zlasti pri pasivno upravljanjih vzajemnih skladih²², ki sledijo določenemu

²⁰ Vlagatelji lahko dobijo podatke o standardnem odklonu donosnosti vzajemnega sklada v mesečnem poročilu o gibanju vrednosti enote premoženja ter vrsti in sestavi naložb vzajemnega sklada. Slovenske družbe za upravljanje objavljajo navedeno poročilo enkrat mesečno na svoji spletni strani.

²¹ Uporaba standardnega odklona donosnosti kot mere tveganja je ustrezna, če se možne stopnje donosov porazdeljujejo kolikor toliko skladno z normalno porazdelitvijo. Tedaj je verjetnost, da se bo dejanska donosnost nahajala v pasu $\pm 1\sigma$ 68,26 %, $\pm 2\sigma$ 95,46 % in $\pm 3\sigma$ 99,74 % (Berk et al., 2006, str. 59).

²² Vzajemni skladi, ki ohranjajo svoje premoženje dalj časa nespremenjeno, so znani tudi kot pasivno upravljeni vzajemni skladi oz. indeksni vzajemni skladi. Ideja teh vzajemnih skladov izhaja iz prepričanja, da je tržno donosnost težko preseči, zlasti v daljšem obdobju. Strukturo vrednostnih papirjev, ki jih imajo v lasti minimalno spreminjajo. Pogosto spreminjanje sestave premoženja namreč povzroča visoke transakcijske stroške, zato premoženje takšni vzajemni skladi spreminjajo le izjemoma, npr. ob spremembah indeksa na katerega so vezani.

kriterijskemu indeksu. Kljub cilju, da se npr. indeksni vzajemni sklad čim bolj približa izbranemu indeksu, ki mu sledi, lahko nastanejo odstopanja. Ta odstopanja, ki so v večini primerov negativna (indeksni vzajemni sklad ne doseže enake donosnosti kot izbrani indeks) imenujemo sledilna napaka (Shein, 2000, str. 18).

3.2.2.2. Tveganje padca vrednosti (ang. downside risk)

Tveganje padca vrednosti je preprosta in praktična mera za oceno tveganosti vzajemnega sklada. Vlagateljem služi predvsem kot orientacija glede gibanja vrednosti vzajemnega sklada v obdobju padajočih trgov. Poznamo več načinov izračuna, eden izmed najenostavnejših poteka enako kot izračun standardnega odklona donosnosti (glej točko 3.2.2.1.), s to razliko, da pri točki 2. izračunamo odklone od povprečja samo za donosnosti vzajemnega sklada z negativnim predznakom, za donosnosti s pozitivnim predznakom upoštevamo ničlo (Adajania, 2003). Višji kot je bil neki padec v preteklosti, bolj tvegan je vzajemni sklad.

Za oceno tveganosti vzajemnega sklada se v Sloveniji pogosto uporablja tudi t. i. največji nihaj navzdol (ang. maximum drawdown)²³, ki izraža maksimalno izgubo v preučevanem obdobju. Predstavlja največji odstotni padec vzajemnega sklada v preteklosti. Tudi pri tem izračunu velja, da višji kot je bil neki padec v preteklosti, bolj tvegan je vzajemni sklad za vlagatelja (Lubej, 2005, str. 91). Če primerjamo dva vzajemna sklada med seboj, je smiselno vzeti enako dolga obdobja, da bo primerjava korektna.

3.2.2.3. Metoda VAR

VAR je okrajšava za »Value At Risk«, kar se v Sloveniji prevaja kot tvegana vrednost. Best (1998, str. 10) definira VAR kot največjo možno izgubo v preučevanem obdobju, ob dani stopnji zaupanja. VAR je zelo pogosto uporabljena metoda za merjenje izpostavljenosti finančnemu tveganju²⁴. Gre za ugotavljanje

Za razliko od pasivno upravljanih vzajemnih skladov pa aktivno upravljeni vzajemni skladi pogosto spreminjajo sestavo svojega premoženja. To počnejo s ciljem doseganja kar najvišjih možnih stopenj donosa. Aktivna naložbena politika pomeni, da upravitelj vzajemnega sklada poskuša preseči donosnost določenega indeksa s tem, da aktivno izbira sestavo premoženja. Upravitelj vzajemnega sklada poskuša izbrati npr. tiste delnice (ang. stock picking), pri katerih pričakuje rast ali visoke dividende. Pri tem se uporabljajo osnovne tehnike ocenjevanja cene delnic: temeljna, tehnična in kvantitativna analiza.

²³ Izračun poteka takole: po grafu preteklega gibanja VEP se sprehodimo od najstarejšega dne izbranega obdobja dalje tako, da poiščemo zaporedne nove vrhove – točke z dotlej najvišjo vrednostjo. Med trenutnim in naslednjim doseženim vrhom se tipično pojavijo obdobja, ko je vrednost VEP nižja. V vseh globelih med dvema vrhovoma izmerimo največji padec v odstotkih v primerjavi s prej doseženim vrhom in kot rezultat izračuna vzamemo največjega od njih. Primer: če ima nek vzajemni sklad največji nihaj navzdol 30 %, to pomeni, da če je neki vlagatelj vplačal v najneugodnejšem trenutku, je vrednost njegove vloge v enem trenutku (na zadnji dan obdobja) padla za 30 %, preden je spet začela naraščati. Številka ima tudi praktičen pomen: če bi nekdo vložil v najslabšem možnem trenutku in potem bi zahteval izplačilo sredstev v najslabšem možnem trenutku, bi njegova izguba znašala 30 % (vir: vzajemci.com, 2007).

²⁴ Finančno tveganje je opredeljeno kot tveganje neugodnega gibanja različnih tržnih kategorij, kot so obrestne mere, devizni tečaji, cene surovin in cene delnic (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 198). VAR metoda torej omogoča kvantificiranje celote tveganj, ki jim je izpostavljen vlagatelj.

verjetnosti nastanka najbolj negativnih dogodkov. VAR²⁵ nam pove, da lahko v časovnem obdobju, za katerega izračunavamo kazalnik z določeno verjetnostjo (na primer 5 %; torej je stopnja zaupanja 95-odstotna), pričakujemo izgubo v višini, kakršno znaša tvegana vrednost (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005, str. 97). Če npr. vlagatelj vloži v vzajemni sklad 1000 evrov in znaša kazalnik 45 evrov pri 95-odstotni stopnji zaupanja in časovnem obdobju en mesec, to pomeni, da lahko v enem mesecu s 95-odstotno verjetnostjo pričakuje, da njegova realizirana izguba ne bo večja kot 45 evrov.

3.2.3. Tveganju prilagojena donosnost (ang. *risk-adjusted performance*)

Povprečni vlagatelj, ki je z naložbo v vzajemni sklad v enem letu ustvaril 20-odstotno realno donosnost, je običajno zadovoljen. Čeprav je uspešnost vlaganja priporočljivo ocenjevati z vidika, koliko omogoča doseganje finančnih ciljev, to ni edino merilo (Kleindienst, 2001, str. 382). Do osnovnih napak pri merjenju uspešnosti vlaganja najpogosteje pride že v izhodišču, ko se preprosto izhaja iz domneve, da je vzajemni sklad tem bolj uspešen, čim višja je donosnost, ki jo ustvari. To je napačno mišljenje, saj velja za preteklo obdobje in ne upošteva pomembne sestavine, to je tveganja, ki ga prevzema vlagatelj. Nadpovprečno tvegane naložbe prinašajo tudi nadpovprečno donosnost. Vlagatelj, ki na primer vlaga v nadpovprečno tvegane vzajemne sklade, naj bi bil za sprejemanje nadpovprečnega tveganja dolgoročno tudi nadpovprečno nagrajen.

3.2.3.1. Opredelitev za tveganje prilagojene donosnosti

Za ocenjevanje investicijskih odločitev je potrebno oblikovati mere, ki omogočajo hkratno obravnavanje donosnosti in tveganja. Merila uspešnosti, ki jih bom v nadaljevanju podrobneje opisala, upoštevajo tako donosnost kot tveganje vzajemnega sklada ter merijo t. i. tveganju prilagojeno donosnost vzajemnih skladov. Čeprav navedena merila uspešnosti uporabljajo predvsem upravljavci vzajemnih skladov za ocenjevanje uspešnosti upravljanja, je tudi za male vlagatelje priporočljivo, da poznajo vsaj razlage oz. enostavne izračune navedenih mer.

3.2.3.2. Sharpova mera

William F. Sharpe, nobelov nagrajenec za ekonomijo, je razvil merilo uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov, t. i. Sharpovo mero, ki primerja presežno donosnost premoženja z variabilnostjo njegove donosnosti v preučevanem obdobju. Presežna donosnost ali premija za tveganje je definirana kot donosnost, ki presega donosnost netvegane naložbe. Sharpova mera torej kaže realizirano presežno donosnost na

²⁵ VAR se lahko izračunava na več načinov in za različna časovna obdobja. Poznamo tri metode (UCITS 3 Risk Management, 2007, str. 14): uporaba zgodovinskih podatkov, Monte Carlo simulacija in uporaba analitične metode variance/kovariance, ki finančno naložbo "razstavi" na komponente, ekvivalentne denarnim pozicijam.

enoto celotnega tveganja, kjer je celotno tveganje merjeno s standardnim odklonom donosnosti premoženja. Z drugimi besedami, Sharpova mera meri nagrado za prevzeto enoto tveganja, izračunamo pa jo po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 868):

$$\text{Sharpova mera} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma_p} \quad (3)$$

$\bar{r}_p$ - povprečna donosnost premoženja v preučevanem obdobju

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

σ_p - standardni odklon donosnosti premoženja v preučevanem obdobju

Osnovno sporočilo te mere je zelo preprosto, in sicer velja, da je upravljanje vzajemnega sklada tem bolj uspešno, čim višje je razmerje med ustvarjeno presežno donosnostjo sklada in njegovim tveganjem, torej čim višja je vrednost mere.

Večjo informacijsko vrednost dobimo, če primerjamo Sharpove mere primerljivih vzajemnih skladov ali premoženj med seboj. Tako je med vzajemnimi skladi s podobno opredeljeno naložbeno politiko, uspešnejši vzajemni sklad z višjo Sharpovo mero. Sharpova mera²⁶ je primerna tudi za primerjavo vzajemnih skladov z različnimi naložbenimi politikami, pri katerih ugotavljamo, katera naložbena politika je omogočila doseganje višje presežne donosnosti na enoto tveganja.

3.2.3.3. Treynorjeva mera

Jack Treynor je leta 1965 ugotovil, da se poslovanje vzajemnih skladov medsebojno lahko primerja kljub nihanju cen na trgu vrednostnih papirjev, različnim naložbenim politikam in različni tveganosti vzajemnih skladov (Zobavnik, 1997a, str. 16–17). Merilo uspešnosti, ki donosnost prilagodi samo za sistematični del celotnega tveganja, imenujemo Treynorjeva mera²⁷. Upoštevanje le sistematičnega tveganja

²⁶ Uporaba te mere se je v praksi zmanjšala, zaradi nekaterih slabosti, ki jih vsebuje ta mera. Predvsem gre tu za vrsto predpostavk, glavna pa izhaja iz domneve, da se sestava premoženja v preučevanem obdobju ne spreminja. Posledica te predpostavke je, da ta mera preceni tveganje aktivno upravljanjih vzajemnih skladov, in tako podceni uspešnost upravljanja vzajemnega sklada. Še bolj ta predpostavka vpliva na agresivno aktivno upravljanje vzajemne sklade, kjer dodatno podceni uspešnost upravljanja vzajemnega sklada. Potrebno je biti pozoren na dejstvo, da postane mera nezanesljiva, ko upravljaavec spremeni strategijo upravljanja vzajemnega sklada. V tem primeru je potrebno kazalec izračunati posebej za obdobja, v katerih je prišlo do spremembe strategije upravljanja vzajemnega sklada. Kasneje se je razvila tudi Sharpova mera dodatne vrednosti, ki se od navadne Sharpove mere razlikuje v tem, da netvegano donosnost v števcu, nadomesti z donosnostjo primerljivega premoženja, ki je pasivno upravljano. S Sharpovo mero dodatne donosnosti torej ocenjujemo uspešnost aktivnega v primerjavi s pasivnim načinom upravljanja vzajemnih skladov. Če je Sharpova mera dodatne donosnosti negativna, to pomeni, da bi s pasivnim upravljanjem dosegli večjo donosnost kot za aktivnim upravljanjem premoženja vzajemnega sklada (povzeto po Baša, 2007, str. 71).

²⁷ Treynorjeva mera temelji na CAPM modelu. Več o CAPM modelu je navedeno v točki 3.3.2..

temelji na predpostavki, da vzajemni skladi z razpršitvijo učinkovito izničijo nesistematičen del tveganja.

Tako Sharpovo kot Treynorjevo mero lahko razlagamo kot razmerje med presežno donosnostjo in tveganjem, vendar s to razliko, da Sharpova mera za mero tveganja upošteva celotno tveganje premoženja, merjeno s standardnim odklonom donosnosti, medtem ko Treynorjeva mera upošteva samo sistematično tveganje premoženja, merjeno s koeficientom beta. Izračunamo jo po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 868):

$$\text{Treynorjeva mera} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\beta_p} \quad (4)$$

$\bar{r}_p$ - povprečna donosnost premoženja v preučevanem obdobju

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

β_p - beta premoženja v preučevanem obdobju²⁸

Glede na to, da Treynorjeva mera pri izračunu uspešnosti uporablja le sistematično tveganje premoženja vzajemnega sklada, predpostavlja, da vzajemni sklad vlaga sredstva tako, da so naložbe zelo dobro razpršene. Če ima vzajemni sklad dejansko naložbe dobro razpršene, potem obe meri, tako Treynorjeva mera kot tudi Sharpova mera pokažeta enake rezultate. Če pa je premoženje vzajemnega sklada slabo razpršeno, potem pokaže Treynorjeva mera domnevno višjo donosnost, ker je sestavljena tako, da upošteva zgolj sistematično tveganje in ne celotnega tveganja.

Visoka vrednost Treynorjeve mere v primerjavi z vrednostjo mere drugih upravljavcev kaže, da je upravljavec dosegel nadpovprečne donosnosti. Mera pa nič ne pove o tem, ali je povprečna ali nadpovprečna donosnost, ki jo je ustvaril upravljavec

²⁸ Koeficient beta β je mera sistematičnega oz. tržnega tveganja in kaže občutljivost posameznega vrednostnega papirja (ali finančnega premoženja) na gibanje celotnega trga vrednostnih papirjev (tržnega indeksa). Koeficient beta β ocenimo s pomočjo linearne regresije, pri kateri je presežna donosnost premoženja nad netvegano donosnostjo pojasnjena (odvisna), presežna donosnost tržnega premoženja pa pojasnjevalna (neodvisna) spremenljivka. Matematično lahko beta izračunamo po naslednji formuli (Strong, 2003, str. 134):

$$\beta_p = \frac{\text{cov}(r_p, r_m)}{\text{var}(r_m)}; \text{ pri čemer je } \text{cov}(r_p, r_m) \text{ kovarianca med donosnostjo premoženja in donosnostjo tržnega}$$

premoženja v danem časovnem obdobju, $\text{var}(r_m)$ pa varianca donosnosti tržnega premoženja v istem obdobju.

Beta premoženja pa je enaka tehtanemu povprečju bet posameznih vrednostnih papirjev, ki premoženje sestavljajo; deleži v premoženju pa predstavljajo uteži (Francis, Ibbotson, 2002, str. 169). Vrednost beta koeficienta določenega premoženja, ki ima visoko stopnjo razpršenosti naložb in posledično tveganja, se približuje vrednosti ena. Če pa ima premoženje koeficient beta večji od 1, to pomeni, da je njegova donosnost bolj volatilna od povprečne donosnosti na trgu ali pa povprečne donosnosti primerjalnega premoženja (Brealey, Myers, Marcus, 2001, str. 409).

vzajemnega sklada (nizka ali visoka vrednost mere) posledica izredno učinkovitega in dobrega upravljanja, ali je po drugi strani to zgolj čisto naključje ali sreča.

3.2.3.4. Jensenova mera

Jensenova mera podobno kot Treynorjeva mera temelji na sistematičnem tveganju. Jensenova mera za razliko od Treynorjeve in Sharpove mere, ki predstavljata relativni meri, preučuje absolutno uspešnost, prilagojeno za tveganje. Preverja upravljavčeve zmožnosti napovedovanja bodočih gibanj (tako splošnih gibanj na trgu vrednostnih papirjev kot tudi cenovnih gibanj posameznih vrednostnih papirjev) s preučevanjem, če je bila dosežena dodatna donosnost ob določeni ravni tveganja portfelja.

Jensenovo mero ali Jensenovo alfo opredelimo kot razliko med povprečno donosnostjo premoženja in povprečno donosnostjo primerljivega premoženja, pri čemer je kot primerljivo premoženje upoštevamo pričakovano donosnost premoženja, ocenjena s pomočjo CAPM modela.

Jensenovo mero izračunamo po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 868):

$$\alpha_p = \bar{r}_p - \left[\bar{r}_f + \beta_p \times (\bar{r}_m - \bar{r}_f) \right] \quad (5)$$

α_p - Jensenova mera (alfa)

$\bar{r}_p$ - povprečna donosnost premoženja v preučevanem obdobju

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

$\bar{r}_m$ - povprečna donosnost tržnega premoženja v preučevanem obdobju

β_p - ocena tržnega tveganja premoženja v preučevanem obdobju

Pozitivna Jensenova alfa torej pove, da je donosnost premoženja nad donosnostjo primerljivega premoženja, kar pomeni, da je upravljavec zelo dobro upravljal vzajemni sklad.

Jensenova mera ima tudi svoje slabosti. Ena od slabosti se kaže v tem, da je ne moremo uporabljati na način, da bi umestili vzajemne sklade glede na njihovo donosnost. Če bi hoteli to storiti, bi bilo potrebno vzajemne sklade prilagoditi tudi za tveganje. Velja namreč, da je pri ugotavljanju uspešnosti dveh vzajemnih skladov, ki imata enako alfo, bolj uspešen upravljavec tistega vzajemnega sklada, ki ima manjšo beto oz. manjše sistematično tveganje (Baša, 2007, str. 73). To slabost odpravlja kazalec, ki sta ga razvila Jack Treynor in Fischer Black in se imenuje informacijski

kazalec (ang. information ratio) tudi imenovan cenitveni koeficient uspešnosti (ang. appraisal ratio), ki je podrobneje predstavljen v nadaljevanju magistrskega dela.

3.2.3.5. Informacijski kazalec

Informacijski kazalec primerja Jensenovo mero uspešnosti (alfa) z obsegom nesistematičnega tveganja, ki ga v praksi imenujemo tudi sledilna napaka. Z drugimi besedami informacijski kazalec 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. Informacijski kazalec izračunamo po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 868):

$$\text{Informacijski kazalec} = \frac{\alpha_p}{\sigma_e} \quad (6)$$

α_p – jensenova alfa

σ_e – sledilna napaka oz. standardni odklon razlike med povprečno donosnostjo premoženja in povprečno donosnostjo primerljivega premoženja v preučevanem obdobju

Informacijski kazalec meri presežno donosnost (nad donosnostjo primerljivega premoženja) na enoto sprejetega nesistematičnega tveganja, ki ga z razpršitvijo premoženja na tistega, ki bi ustrezal tržnemu indeksu, lahko odpravimo. Pozitivna vrednost informacijskega kazalca pomeni nadpovprečno uspešnost in višja, kot je njegova absolutna vrednost, tem bolj uspešen je bil upravljavec pri upravljanju premoženja vzajemnega sklada. Informacijski kazalec se uporablja za merjenje uspešnosti premoženj, ki so kombinacija tržnega in aktivno upravljanega premoženja, saj kaže na skupno donosnost, za dosego katere se je potrebno izpostaviti nesistematičnemu tveganju in sledilni napaki.

3.2.3.6. Modiglianijeva mera

Leah in Franco Modigliani (med drugim tudi nobelov nagrajenec za ekonomijo) sta leta 1997 predstavila novo merilo uspešnosti upravljanja, imenovano kazalec Modigliani – Modigliani (M^2). Tako kot Sharpova mera tudi Modiglianijeva mera za mero tveganja upošteva kar celotno tveganje premoženja, vendar pa jo je za razliko od Sharpove mere enostavneje interpretirati, saj njen rezultat predstavlja stopnjo donosa. Kazalec M^2 odgovarja na vprašanje, kako dobro (ali slabo) bi se odrezalo preučevano premoženje, glede na primerjalno premoženje, če bi obe premoženji imeli enako volatilnost oziroma tveganje.

Za izračun kazalca M^2 moramo ustvariti prilagojeno premoženje, ki bo sestavljeno iz netveganih naložb in premoženja posameznega vzajemnega sklada v takšnem razmerju, da bo prilagojeno premoženje imelo enak standardni odklon donosnosti kot primerljivo premoženje. Šele takrat, ko imata prilagojeno in primerjalno premoženje enak standardni odklon donosnosti, lahko primerjamo njuni donosnosti.

Kazalec M^2 izračunamo po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 869):

$$M^2 = r_{p^*} - r_m \quad (7)$$

M^2 – Modiglianijeva mera

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

r_m – donosnost tržnega premoženja oz. primerljivega premoženja

Modiglianijeva mera nam pokaže, kako uspešno oz. neuspešno je bilo upravljanje vzajemnega sklada glede na neko primerljivo premoženje ob predpostavki, da bi obe premoženji imeli enako volatiliteto 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 vzajemni sklad slabo upravljan. Če pa je donosnost prilagojenega premoženja večja od donosnosti tržnega oz. primerljivega premoženja, kar pomeni pozitivno vrednost Modiglianijeve mere, je donosnost vzajemnega sklada nadpovprečna in je vzajemni sklad dobro upravljan.

3.3. Teoretični vidiki oblikovanja premoženja

Namen tega poglavja je predstaviti koncepte moderne premoženjske teorije iz petdesetih let, ki se ukvarja z vprašanjem učinkovite razpršitve premoženja in najboljšo izmenjavo med tveganostjo premoženja in nagrado oziroma donosnostjo premoženja. Na podlagi moderne premoženjske teorije je bilo razvitih več modelov oziroma teorij, med katerimi je eden pomembnejših model določanja cen dolgoročnih naložb, imenovan tudi CAPM model (ang. Capital Asset Pricing Model)²⁹. Moderna premoženjska teorija je za vzajemne sklade pomembna tudi zaradi metod oz. meril, ki temeljijo na konceptih moderne premoženjske teorije in upoštevajo tako donosnost kot tveganje premoženja in ki za tveganje prilagojene donosnosti ocenijo s pomočjo CAPM modela (glej tudi točko 3.2.3.).

²⁹ Ker je to zelo kompleksno področje so v nadaljevanju magistrskega dela podane samo osnove moderne premoženjske teorije in CAPM modela, ki naj bi malemu vlagatelju olajšale razumevanje meril uspešnosti, ki omogočajo hkratno obravnavanje donosnosti in tveganja vzajemnega sklada in so bila predstavljena v točki 3.2.3..

3.3.1. Moderna premoženjska teorija - Markowitzev model

Začetek moderne premoženjske teorije sega v leto 1952, ko je Harry Markowitz objavil članek Izbira portfelja (ang. Portfolio Selection). V njem je, kakor tudi kasneje v svoji knjigi Izbira portfelja: učinkovita razpršitev naložb (ang. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments), ki jo je izdal leta 1959, predstavil postopek oblikovanja učinkovitega premoženja (ang. efficient portfolio), ki zagovarja stališče, da je mogoče doseči večjo donosnost le ob večjem tveganju in obratno (Hagin, 2004, str. 103). Osredotočil se je tudi na razpršitev premoženja kot možnost zmanjšanja tveganja.

Osrednja teza Markowitzove teorije je, da vlagatelj posamezne finančne naložbe ocenjuje na podlagi njihovih pričakovanih stopenj donosa in standardnih odklonov donosnosti (tveganja) ter išče finančne naložbe, ki so najboljša kombinacija obeh parametrov³⁰. Ta proces poteka na štirih stopnjah. Na prvi vlagatelj pri iskanju najugodnejših finančnih naložb oz. vrednostnih papirjev določi razpoložljivi zbir (ang. feasible set) finančnih naložb (lahko tudi vzajemnih skladov), na drugi analizira predvidevanja o bodočem gibanju finančnih naložb, na tretji določi tako imenovani učinkovit zbir (ang. efficient set), ki vključuje pričakovane donosnosti, variance in kovariance vrednostnih papirjev. Zadnja stopnja je določitev vlagateljevega najugodnejšega finančnega premoženja, ki upošteva poleg prej navedenega tudi vlagateljevo krivuljo koristnosti (glej tudi točko 3.2.1.1.).

Markowitzev model³¹ je možno grafično prikazati kot koordinatni sistem, v katerem abscisa predstavlja tveganje tj. standardni odklon donosnosti finančnega premoženja, ordinata pa stopnjo pričakovanega donosa. Mejo učinkovitosti predstavlja lok (ang. efficient frontier), ki je konveksen zaradi učinka razpršitve premoženja. Blizu koncev krivulje E, F je finančno premoženje, ki ga sestavlja majhno število vrednostnih papirjev oz. finančnih naložb (v skrajnosti le en sam), ki ima lahko izjemno nizko ali visoko donosnost. Povečevanje pričakovane donosnosti na meji učinkovitosti pomeni, da se gibljemo po krivulji navzgor desno od finančnega premoženja E proti finančnemu premoženju F. Zaradi večje razpršitve naložb bo pričakovana donosnost naraščala hitreje kot tveganje. Po določeni točki se bo število vrednostnih papirjev oz. finančnih naložb, ki naj bi prinašalo ustrezno veliko donosnost zmanjševalo, kar pomeni, da se bo zmanjšal tudi pozitiven učinek naložb. Zato bo tveganje hitreje naraščalo kot donosnost in bo krivulja, ki predstavlja mejo učinkovitosti, postala položna. Meja učinkovitosti predstavlja samo del finančnih premoženj. Finančna premoženja, ki so teoretično dosegljiva (čeprav niso zaželeni),

³⁰ Pri raziskavah učinkovitosti vlaganja v vzajemne sklade je najpogosteje uporabljen prav Markowitzev model. Upravljalci vzajemnih skladov uporabljajo Markowitzev model pri strateški alokaciji premoženja vzajemnega sklada (gre za določitev oz. sestavo premoženja vzajemnega sklada iz različnih naložbenih razredov, ki se bo na dolgi rok kar najbolj približal pričakovani donosnosti premoženja ob opredeljenem oz. zastavljenem tveganju). Sčasoma je model doživel mnogo izboljšav in poenostavitev, tako da je postal uporaben tudi za male vlagatelje.

³¹ Matematično izpeljavo Markowitzovega modela med drugim najdemo tudi v: Sharpe William F., Alexander Gordon J.: Investments, 1990, str. 184–191. Po navedenih avtorjih je povzet tudi prikaz Markowitzove teorije.

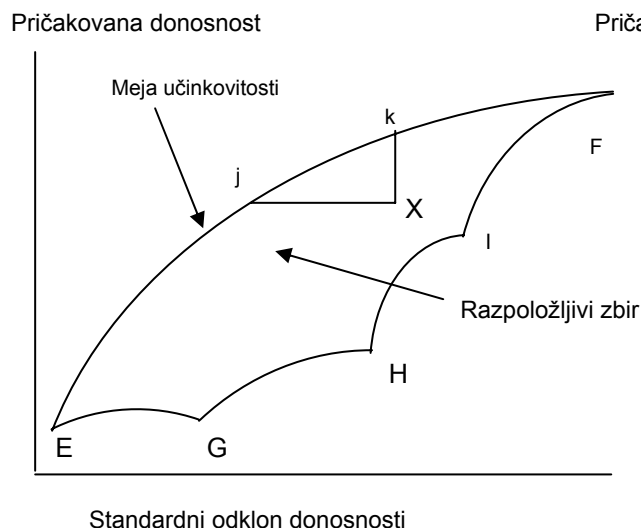
se grafično lahko prikažejo kot razpoložljiv zbir. Razpoložljiv zbir je sestavljen iz prostora med zgornjim lokom in spodnjimi loki, ki jih omejujejo točke E, G, H, I in F in povezave med njimi v obliki krivulje, ki so konveksne zaradi podobnih vzrokov kot zgornja meja. Za vlagatelja je najprimernejša naložba finančno premoženje na meji učinkovitosti, ki poteka od točke E do točke F. To se lahko ponazori z izbiro finančnega premoženja, ki ga prikazuje npr. točka X, ki je pod mejo učinkovitosti, toda predstavlja del razpoložljivega zbira. Točko X lahko projiciramo kot točki (j) in (k) na mejo učinkovitosti. Finančno premoženje, ki ga predstavlja točka (j), daje enako donosnost kot finančno premoženje X, vendar pri nižjem tveganju, finančno premoženje, ki ga predstavlja točka (k), pa daje ob enakem tveganju višjo donosnost (Slika 9). Vse kombinacije učinkovitih premoženj torej ležijo na zgornji veji krivulje in predstavljajo optimalno premoženje, saj ne obstaja drugo premoženje (lahko tudi vzajemni sklad ali kombinacija vzajemnih skladov), ki bi omogočalo doseganje iste donosnosti ob nižjem tveganju oziroma višje donosnosti ob isti stopnji tveganja³².

Katero kombinacijo na meji učinkovitosti bo vlagatelj izbral, pa je odvisno od njegove individualne krivulje koristnosti. Cilj racionalnega vlagatelja se odraža v njegovem odnosu do tveganja in pričakovane donosnosti. Ker obstajajo tako vlagatelji, ki so tveganju naklonjeni, kot tisti, ki se tveganja izogibajo, je v tem primeru pri izbiri optimalnega premoženja na Sliki 9 potrebno dodati tudi individualne krivulje koristnosti (glej tudi točko 3.2.1.1.), ki bi izražale poseben odnos vlagateljev do tveganja. To je narejeno v Sliki 10 za vlagatelja, ki tveganju ni naklonjen. Zanj bi bilo optimalno tisto premoženje, ki bi mu prinašalo največje koristi, oziroma tisto, ki bi se nahajalo na krivulji koristnosti, ki je najvišje na levi strani. V danem primeru takšnega premoženja ni, za danega vlagatelja pa bi bilo optimalno tisto premoženje, ki bi se nahajalo v točki O, v kateri se vrisana krivulja koristnosti (kot tangenta) dotika krivulje med točkama F in E (meja učinkovitosti).

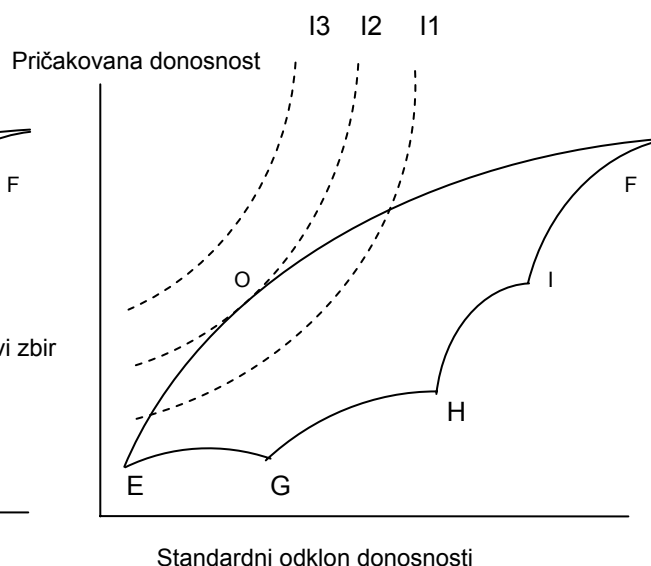
Običajno so vlagatelji tveganju nenaklonjeni, zato za bolj tvegane finančne naložbe zahtevajo višjo stopnjo donosa. Optimalno premoženje je tisto premoženje (izmed vseh učinkovitih), ki maksimira vlagateljevo koristnost. Z njim doseže vlagatelj najvišje ležečo krivuljo, ki pa se od vlagatelja do vlagatelja razlikuje. Markowitz je torej dokazal, da je s kombinacijo naložb, ki med sabo šibko korelirajo, možno konstruirati takšno sestavljeno premoženje, pri kateremu ne obstaja drugo premoženje, ki bi omogočalo doseganje iste donosnosti ob nižjem tveganju oziroma višjo donosnost ob isti stopnji tveganja (povzeto po Fabozzi, Peterson, 2003, str. 290).

³² Pri tem pa je treba opozoriti, da različne omejitve (na primer prepoved nekritične prodaje vrednostnih papirjev; kar je značilno za vzajemne sklade), postavljene s strani zakonodajalca ali vlagatelja, premaknejo premoženja z meje učinkovitosti. Hkrati je tudi priložnost za upravljavce premoženj, da svojim strankam oblikujejo premoženja glede na njihove preference in zahteve (povzeto Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 241).

Slika 9: Meja učinkovitosti in razpoložljiv zbir



Slika 10: Razpoložljivi in najugodnejši zbir ter krivulje koristnosti



Vir: Prirejeno po Sharpe, Alexander, 1990, str. 157.

Vir: Prirejeno po Sharpe, Alexander, 1990, str.158.

Moderna premoženjska teorija je omogočila boljše razumevanje vpliva tveganja na odločitve pri vlaganju, pripeljala do razvoja novih modelov oz. teorij vrednotenja vrednostnih papirjev in pripomogla k enostavnemu merjenju uspešnosti upravljavcev in njihovih premoženj. Nekaterе študije (denimo Pastor in Stambaugh, 2002, str. 351–349) so pokazale, da na optimalni portfelj premoženja vzajemnega sklada precej vplivajo tudi pretekla prepričanja o upravljavčevih sposobnostih upravljanja in o modelih, s katerimi upravljaavec vrednoti finančne naložbe. Na podlagi moderne premoženjske teorije je bilo razvitih še več modelov oziroma teorij, med katerimi je eden pomembnejših CAPM model, ki je predstavljen v nadaljevanju magistrskega dela.

3.3.2. CAPM model

CAPM model³³ temelji na Markowitzevem modelu, ter dodatno upošteva še predpostavko učinkovitega trga kapitala³⁴. Temeljna trditev CAPM modela je naslednja: posamezna naložba v finančnem premoženju je tvegana toliko, kolikor prispeva k tveganju celotnega finančnega premoženja. Relevantno tveganje naložbe je tisto, ki se z razpršitvijo ne da odpraviti – njeno tržno tveganje. Tržno tveganje odseva prispevek tveganja posamezne naložbe k tveganju finančnega premoženja.

³³ CAPM model so v letih 1964–1966 razvili William Sharpe, John Lintner in Jan Mossin.

³⁴ Učinkovit trg kapitala je tisti trg, na katerem cene vrednostnih papirjev večino časa izražajo njihovo dejansko vrednost in na dolgi rok ustvarjajo donosnost, ki je v skladu z njihovim tveganjem. Kadar pa ni tako, naj bi posamezni vlagatelji ne imeli možnosti, da na osnovi nesorazmerij na trgu sistematično ustvarjajo presežno donosnost premoženja. Trg je lahko učinkovit le tedaj, ko ga sestavlja veliko udeležencev (nihče od njih naj ne bi imel prevladujočega deleža), ko so informacije na tem trgu lahko dosegljive in so transakcijski stroški nizki, vrednostni papirji likvidni, institucionalna ureditev trga pa dobro razvita (Kleindienst, 2001, str. 145).

CAPM model omogoča, da pričakovano donosnost naložbe povežemo z ustrezno mero tveganja. Gre za linearno odvisnost, saj je pričakovana donosnost naložbe seštevek netvegane donosnosti in tržne premije, pomnožene z beta koeficientom, ki predstavlja mero tveganja naložbe³⁵. Model temelji na predpostavki, da je zahtevana donosnost posamezne naložbe (r_i) enaka vsoti netvegane stopnje donosa (r_f) in premije za tveganje (Fabozzi, Peterson, 2003, str. 295; Brealey, Myers, Marcus, 2001, str. 416):

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \times \beta_i \quad (8)$$

r_f – netvegana stopnja donosa

β_i – beta koeficient naložbe

r_m – zahtevana stopnja donosa tržnega premoženja

$(r_m - r_f) \times \beta_i = RPi$ – premija za tveganje naložbe

$r_m - r_f = Rpm$ – tržna premija za tveganje

Tržno tveganje posameznega vrednostnega papirja, finančnega premoženja ali vzajemnega sklada je odvisno od tveganja tržnega premoženja³⁶ in vrednosti koeficienta beta posameznega vrednostnega papirja, finančnega premoženja ali vzajemnega sklada. Večje vrednosti bet bodo pomenile večje tržno tveganje in v okviru CAPM večje pričakovane stopnje donosa. Posamezno tveganje (netržno ali nesistematično) je neodvisno od koeficienta beta. Torej CAPM v osnovi trdi, da naj bi bil vlagatelj v osnovi nagrajen le za sprejemanje tveganja, ki ga z razpršitvijo premoženja ni moč odpraviti (sistematično tveganje). To pomeni, da je v okviru CAPM sistematično oz. tržno tveganje nagrajevano z višjo donosnostjo, nesistematično tveganje pa ne.

CAPM model je ex-ante model, kar pomeni, da vse spremenljivke pomenijo pričakovane vrednosti. Zlasti koeficient beta naj bi izražal pričakovano nestanovitnost v nekem bodočem obdobju. Kljub temu se koeficient beta običajno izračunava na podlagi podatkov v nekem preteklem obdobju ob predpostavki, da bo relativna nestanovitnost donosnosti posamezne naložbe v prihodnosti enaka kot je bila v preteklosti. Koeficient beta 1 torej pomeni, da se bo ob povečanju vrednosti povprečne naložbe na trgu za 10 % za enak odstotek povečala tudi vrednost preučevane naložbe.

³⁵ Izpeljavo CAPM modela med drugim najdemo tudi v Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 984–992.

³⁶ Tržno premoženje definirano kot premoženje, ki je sestavljeno iz vseh na trgu razpoložljivih naložb, delež premoženja, ki je naložen v posamezno naložbo, pa je enak deležu celotne tržne vrednosti naložbe v skupni tržni vrednosti vseh naložb.

CAPM model je za vzajemne sklade pomemben predvsem zaradi meril uspešnosti, ki temeljijo na CAPM modelu. Kot je bilo že povedano, je celotno tveganje kateregakoli finančnega premoženja sestavljeno iz sistematičnega in nesistematičnega tveganja. Kot smo videli, je donosnost posameznega vzajemnega sklada odvisna od gibanja trga (izpostavljenost tržnemu oziroma sistematičnemu tveganju) in pa tudi od uspešnosti upravljavca pri upravljanju vzajemnega sklada (nesistematično tveganje). Odvisnost od tržnega gibanja je običajno ponazorjena s koeficientom β , sposobnost upravljavca pa s koeficientom α (glej tudi točko 3.2.2.).

Kljub temu pa je potrebno pri rezultatih ohraniti kritični pristop, saj CAPM v nekaterih pomembnih predpostavkah ne ustreza karakteristikam vzajemnih skladov. Med drugim predpostavlja, da naj bi bila pričakovanja vseh udeležencev trga glede tveganja in donosnosti homogena, v čemer se v celoti zanika možnost izkoriščanja ekskluzivnih informacij. Brez ekskluzivnih informacij je težko razložiti, zakaj bi upravljavci, ki denar preko vzajemnih skladov vlagajo v veliko število različnih naložb, v povprečju realizirali višjo donosnost kot trg, ki ga z izborom naložb pogosto posnemajo; še posebej je to težko v razmerah močne konkurence med vzajemni skladi (povzeto po Deželan, 1996, str. 43).

3.3.3. Vzajemni sklad kot oblika naložbe

Vlagatelji, ki plačujejo upravljavca vzajemnega sklada, morajo vedeti, kakšna je uspešnost poslovanja vzajemnega sklada, v katerega vlagajo prihranke. In kako se lahko meri uspešnost poslovanja vzajemnega sklada? Uspešnost poslovanja vzajemnega sklada se meri najprej v obliki donosnosti v preučevanem obdobju. Naslednji korak je ugotovitev, ali je ta stopnja donosa izraz uspešnega ali manj uspešnega poslovanja vzajemnega sklada. Za pravilnost te ugotovitve je potrebno neko merilo, ki poleg donosnosti upošteva tudi tveganje. Za pravilno analizo tveganja je ključna odločitev vpliva tveganja določenega finančnega premoženja na celotno vlagateljevo tveganje. Če ima vlagatelj veliko različnega finančnega premoženja, je tržno tveganje posameznega finančnega premoženja, ki se meri s koeficientom beta, pravo merilo vpliva tveganja tega finančnega premoženja na vlagateljevo celotno tveganje. Če je določeno finančno premoženje edina finančna naložba vlagatelja, je zanj ustrezno merilo tveganja celotnega tveganja finančnega premoženja, ki se meri s standardnim odklonom donosnosti (Zobavnik, 1995, str. 78). Tveganju prilagojena merila ugotavljanja uspešnosti poslovanja vzajemnega sklada na splošno temeljijo bodisi na tržnem bodisi na celotnem tveganju.

V finančni teoriji lahko naložbo obravnavamo kot edino naložbo vlagatelja ali pa kot del portfelja naložb. Ker je magistrsko delo namenjeno predvsem malim vlagateljem, sem se osredotočila na že obstoječe podatke o uspešnosti vzajemnega sklada in ne na izračun navedenih podatkov. Najprej je prikazano, kaj lahko povedo podatki o donosnosti, tveganju in uspešnosti enega vzajemnega sklada malemu vlagatelju in

zakaj vzajemni sklad kljub razpršitvi premoženja ni primeren kot edina naložba vlagatelja. V nadaljevanju pa je prikazano, kako se lahko z ustrezno razpršitvijo naložb zniža tveganja premoženja ob ohranitvi enake donosnosti tudi s takšnimi naložbami, kot so hedge skladi (ang. hedge funds)³⁷.

3.3.3.1. Vzajemni sklad kot edina naložba vlagatelja

Tveganje posamezne naložbe je tveganje, ki se mu vlagatelj izpostavlja, če je ta naložba njegova edina naložba. Večje, ko je tveganje naložbe, večjo pričakovano donosnost zahteva vlagatelj kot nadomestilo za sprejeto tveganje. Najpogosteje se kot mera tveganja oz. mera odstopanja možnih donosnosti od pričakovane donosnosti posamezne naložbe uporablja standardni odklon donosnosti³⁸, ki meri celotno tveganje. Uspešnost vlaganja v vzajemne sklade je kategorija, ki opisuje razmerje med že opisanima spremenljivkama – donosnostjo in tveganjem. Kot smo videli, poznamo več meril uspešnosti, ki omogočajo hkratno obravnavanje donosnosti in tveganja, nadaljnja analiza pa je omejena na prikaz Sharpove mere, ki temelji na celotnem tveganju vzajemnega sklada. Bistvo ugotavljanja uspešnosti poslovanja vzajemnega sklada je tudi primerjava donosnosti, ki jo dosega aktivno upravljani vzajemni sklad, z donosnostjo, ki bi jo lahko dosegel vlagatelj, če bi vlagal v drug vzajemni sklad ali v enega oziroma več alternativnih premoženj. Pri izbiri primerljivega finančnega premoženja, se mora upoštevati, da je to finančno premoženje primerno in dosegljivo. To pomeni, da mora biti izbrano takšno finančno premoženje, ki bi ga lahko vlagatelj izbral namesto vzajemnega sklada, ki ga ocenjuje.

V nadaljevanju za ilustracijo podajam primerjavo povprečne mesečne nominalne donosnosti, največjega nihaja navzdol, standardnega odklona donosnosti, Sharpove mere vzajemnega sklada slovenskih delnic in primerljivega premoženja (v našem primeru je to indeks SBI20) za obdobje treh let.

³⁷ Hedge skladi imajo izredno nizko korelacijo s tradicionalnimi naložbami (delnice, obveznice), posledično tudi z vzajemnimi skladi. Zato takšne kombinacije naložb omogočajo znižanje tveganja premoženja ob ohranitvi enake donosnosti. V raziskavi Greenwich Alternative Investments je predstavljena stopnja medsebojnih korelacij posameznih strategij hedge skladov ter njihova korelacija z delniškim in obvezniškim trgom, ki to tudi dokazuje. Raziskava je dostopna na spletni strani: <http://www.greenwichai.com/GenPages/gvhfindex44.aspx?vNode=8&vChild=4>. Dodatno pa velja opozorilo, da tako kot ni optimalno vlagati samo v en vzajemni sklad eno delnico ali eno obveznico, tako tudi ni optimalno imeti vsa svoja sredstva naložena v enem hedge skladu. Premoženje, sestavljeno iz samih hedge skladov, pa je lahko optimalno pod pogojem, da so vanj uvrščeni hedge skladi z različnimi strategijami trgovanja, ki imajo medsebojno nizko ali celo negativno korelacijo. Žal je zato treba imeti zelo veliko finančnih sredstev (verjetno okoli 100 milijonov dolarjev).

³⁸ Na ustreznost standardnega odklona donosnosti kot mere tveganja vpliva velikost možnih donosnosti naložb, ki jih med seboj primerjamo. Problem primerljivosti rešujemo tako, da za mero tveganja izračunamo koeficient variacije kot delež standardnega odklona v pričakovani donosnosti. Večji delež pomeni večje tveganje (Reilly, Brown, 2003, str. 33).

Tabela 1: Primerjava povprečne mesečne donosnosti, največjega nihaja navzdol, standardnega odklona donosnosti, Sharpove mere vzajemnega sklada slovenskih delnic in indeksa SBI20 za obdobje treh let (24. 10. 2004–24. 10. 2007)

	Povprečna mesečna donosnost (1)	Standardni odklon donosnosti (2)	Največji nihaj navzdol (3)	Sharpova mera (4)	Korelacijski koeficient ³⁹ (5)
Vzajemni sklad slovenskih delnic	2,2%	4,4%	15,5%	1,56	0,9642
Indeks SBI20	2,6%	4,9%	16,1%	1,66	0,9643

Vir: Finančna točka, 2007; lastni izračuni.

Povprečna mesečna donosnost (stolpec 1) je najbolj enostaven kazalec uspešnosti upravljanja premoženja vzajemnega sklada, vendar ne daje objektivne ocene, saj ne upošteva tveganja premoženja. Tako imata lahko dva vzajemna sklada enako povprečno mesečno donosnost, a različno tveganje, kar pomeni, da je vzajemni sklad z nižjim tveganjem bolje upravljan kot vzajemni sklad z višjim tveganjem.

Kot je bilo že povedano, standardni odklon donosnosti pomeni kvantifikacijo celotnega tveganja, ki vsebuje tako nesistematično kot sistematično tveganje in odraža stopnjo, do katere donosnosti premoženja variirajo okoli povprečja donosnosti⁴⁰. Čim večji je standardni odklon donosnosti, tem večje je tudi celotno tveganje določene naložbe (stolpec 2). Standardni odklon donosnosti je dober pokazatelj tveganosti le, če se računa za dovolj dolgo obdobje (idealno 3–5 let) iz mesečnih podatkov o donosnosti naložb (Fredman, 1993, str. 62).

V stolpcu 3 je prikazan največji nihaj navzdol. Gre za največji odstotni upad vrednosti enote premoženja (VEP) v določenem preučevanem obdobju. Traja od takrat, ko VEP po doseženi najvišji vrednosti začne upadati in vse do tedaj, dokler ne doseže novega vrha. Če bi vlagatelj vložil sredstva v navedeni vzajemni sklad, ko bi le-ta dosegel najvišjo VEP, in potem bi zahteval izplačilo sredstev v najslabšem možnem trenutku preučevanega obdobja, bi njegova izguba znašala 15,5 %.

³⁹ Korelacijski koeficient (med -1 in 1) meri, kako visoka je povezanost donosnosti vzajemnih skladov in posameznih področij. V našem primeru je to povezanost med vzajemnim skladom slovenskih delnic in indeksom SBI20 in obratno. Korelacijski koeficient je zelo visok, kar pomeni, da je indeks SBI20 primeren »benchmark« za vzajemni sklad slovenskih delnic.

⁴⁰ Standardni odklon donosnosti je kljub nekaterim pomanjkljivostim (temelji npr. na preteklih podatkih, ki morda niso reprezentativni za prihodnost) po mnenju nekaterih avtorjev najboljše merilo tveganja vzajemnega sklada, in sicer zaradi naslednjih razlogov (Fredman, 1993, str. 65):

- v nasprotju s koeficientom beta zajema standardni odklon donosnosti celotno tveganje investicije;
- v primerjavi z beto je zanesljivejša merilo tveganja, ker ne vključuje nobene povezave z drugo spremenljivko (beta je povezana s tržnim finančnim premoženjem);
- s standardnim odklonom donosnosti lahko merimo tveganje specializiranih vzajemnih skladov prav tako dobro kot tveganje močno razpršenih vzajemnih skladov;
- lahko ga uporabimo za ocenjevanje variabilnosti donosnosti, tako delniških kot tudi obvezniških vzajemnih skladov;
- raziskave kažejo, da tudi bete ni mogoče zanesljivo uporabiti za napovedi obnašanja premoženja v prihodnosti.

V Tabeli 1 (stolpec 4) so predstavljene tudi vrednosti Sharpove mere za navedeni vzajemni sklad. Ugotovimo lahko le, da so vrednosti Sharpovih mer za navedeni vzajemni sklad pozitivne, kar pomeni, da je bil vzajemni sklad razmeroma dobro upravljan. Načeloma pa velja, da čim višja je Sharpova mera, bolje je vzajemni sklad upravljan. Vendar moramo biti pozorni na naložbene politike primerjanih vzajemnih skladov. Šele ob primerjavi vzajemnih skladov, ki so si po naložbeni politiki dovolj podobni, dobi primerjava Sharpovih mer smisel.

Kot je razvidno iz zgornjega primera, podatki o enem vzajemnem skladu dajejo vlagatelju bore malo uporabnih informacij. Za vlagatelja pa je vsekakor bolj zanimiva primerjava vzajemnega sklada z vzajemnim skladom s podobno naložbeno politiko ali pa primerjava z ustreznimi borznimi indeksi oz. z donosnostjo ustreznega trga.

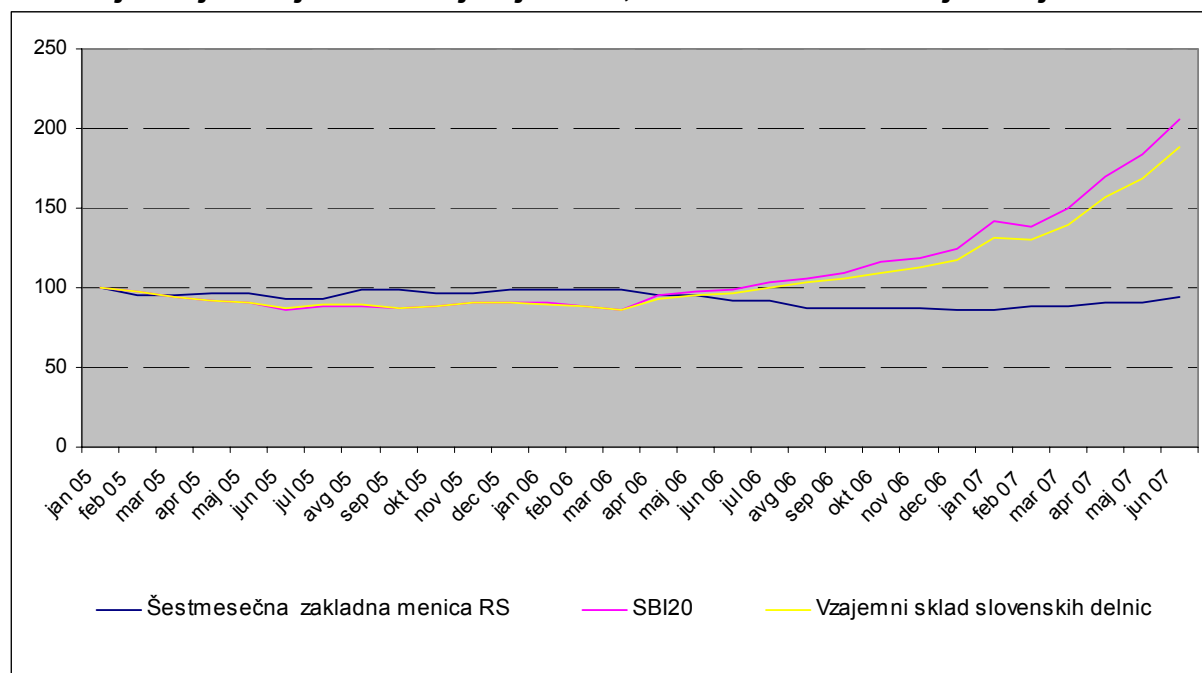
Primerjava Sharpove mere vzajemnega sklada slovenskih delnic s Sharpovo mero za indeks SBI20 pokaže, da vzajemni sklad slovenskih delnic ni presegel indeksa trga. Primerjava nam pokaže, da je imel v triletnem obdobju indeks SBI20 višjo povprečno mesečno donosnost in posledično tudi višje tveganje in je temu primerno ustvaril kar 166 bazičnih točk presežne donosnosti na enoto tveganja. Vzajemni sklad slovenskih delnic je imel manjšo povprečno mesečno donosnost in manjše tveganje in temu primerno je ustvaril manjšo presežno vrednost na enoto premoženja, ki je znašala 156 bazičnih točk. Glede na navedeno lahko rečem, da je navedeni vzajemni sklad slovenskih delnic odražal dobro razmerje med donosnostjo in tveganjem.

Za vlagatelje je tveganje najlažje razumeti, če je grafično prikazano v dovolj dolgem reprezentativnem obdobju (torej ne le v času rasti, temveč tudi v času padcev). Zaradi boljšega razumevanja primera v nadaljevanju za ilustracijo podajam primerjavo gibanja baznih indeksov povprečja mesečne donosnosti vzajemnega sklada slovenskih delnic, mesečne donosnosti netvegane naložbe (v našem primeru so to šestmesečne zakladne menice Republike Slovenije) in mesečne donosnosti primerljivega premoženja oz. benchmarka (v našem primeru je to indeks SBI20).

Kot je razvidno s Slike 11, je donosnost vzajemnega sklada slovenskih delnic sledila donosnosti indeksa SBI20⁴¹. V opazovanem obdobju je vzajemni sklad v obdobju pozitivnih donosnosti šestkrat »premagal«⁴¹ trg. V obdobju od februarja 2005 do junija 2005 so delniški tečaji padali, posledično pa je padala tudi donosnost vzajemnega sklada.

⁴¹ Pri primerjavi donosnosti vzajemnega sklada slovenskih delnic z gibanjem indeksa SBI20 je treba upoštevati, da indeks SBI20 zanemara dividendno donosnost delnic, ki so vanj vključene in da niti prikaz donosnosti vzajemnega sklada slovenskih delnic niti prikaz gibanja indeksa SBI20 ne upoštevata stroškov posameznega vlagatelja.

Slika 11: Gibanje baznih indeksov mesečnih donosnosti vzajemnega sklada slovenskih delnic, indeksa SBI20 in šestmesečnih zakladnih menic Republike Slovenije od januarja 2005 do junija 2007, z osnovo v mesecu januarju 2005



Viri: Ministrstvo za finance, 2007; Finančna točka, 2007; Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2007; lastni izračuni.

Če bi vlagatelj vse svoje prihranke naložil v eno samo tvegano naložbo (v našem primeru je to vzajemni sklad slovenskih delnic), poslovni neuspeh le-te lahko pomeni izgubo vsega denarja ali pa v manj skrajnem, vendar verjetnem primeru, velike razlike med donosnostjo v posameznih obdobjih (Mramor, 2000, str. 82).

Vlagatelji, ki vlagajo samo v en vzajemni sklad v prepričanju, da so sredstva dovolj razpršili, delajo napako. Res so sredstva v posameznih vzajemnih skladih razpršena med različne vrednostne papirje različnih izdajateljev, vendar ne smemo pozabiti, da z njimi upravlja ena sama družba za upravljanje, kar posledično vpliva tudi na tveganje. Čeprav je upravljevec vzajemnega sklada v vseh letih dosegal stabilne in nadpovprečne donosnosti, to ni zagotovilo, da bo tako tudi v prihodnje.

Tudi obsežne študije, ki so bile doslej na temo napovedovanja prihodnje uspešnosti upravljavcev izvedene v tujini (pretežno v ZDA, katerih velik trg je za tovrstne raziskave najprimernejši), kažejo, da je verjetnost, da bo pretekli zmagovalec uspeh ponovil tudi v prihodnosti, približno podobna metu kovanca. Nekatere študije (denimo Kahn in Rudd, 1995) pa kažejo, da je celo višja verjetnost, da bodo zmagovalci določenega obdobja poraženci prejšnjega. Ibbotson in Patel (2002) sta sicer doslej še v največji možni meri uspela dokazati, da obstaja neki vzorec ponavljanja preteklih zmagovalcev, a povezava, ki sta jo ugotovila, je bila precej šibka. Verjetnost, da bo zmagovalec določenega leta zmagovalec tudi naslednje leto je 54–odstotna (Kleindienst, 2006).

3.3.3.2. Vzajemni sklad kot del premoženja

Ponavadi vlagatelj ne vloži svojih prostih sredstev le v eno finančno naložbo, ampak v več naložb. V tem primeru dejstvo, da vrednost posamezne naložbe (npr. posameznega vzajemnega sklada), ki je v njegovem finančnem premoženju, narašča ali pada, ni tako pomembno. Tveganje in donosnost posamezne naložbe se analizira z vidika vpliva posamezne naložbe na tveganje in donosnost premoženja, katerega del je ta naložba.

Kot smo videli v prejšnjih točkah, teorija uči, da lahko vlagatelj z razpršitvijo premoženja v več naložb zmanjša tveganje. Višina vpliva razpršitve premoženja na tveganje premoženja je odvisna od povezanosti donosnosti⁴² različnih možnih naložb. Pri večji povezanosti donosnosti naložb je tveganje premoženja večje. Poleg povezanosti možnih donosnosti naložb na tveganje celotnega premoženja vpliva tudi delež premoženja naloženega v posamezno naložbo. Z razpršitvijo pa se ne spreminja samo tveganje, ampak tudi pričakovana donosnost premoženja⁴³. Ker oba dejavnika vplivata na višino premoženja, je cilj razpršitve poleg zmanjšanja tveganja poiskati tudi kombinacije med pričakovanimi stopnjami donosa in tveganjem, ki predstavljajo čim večjo vrednost premoženja.

V nadaljevanju za ilustracijo navajam primer uporabe hedge skladov pri oblikovanju mešanega portfelja alternativnih in tradicionalnih naložb⁴⁴. Z zgledom želim pokazati, da naložbe, ki imajo medsebojno nizko korelacijo, omogočajo znižanje tveganja premoženja ob ohranitvi enake donosnosti tudi s takšnimi naložbami, kot so hedge skladi. Podatki temeljijo na Greenwich Alternative Investments podatkovni bazi in se nanašajo na obdobje od leta 1995 do leta 2006. Tradicionalni portfelj sestavlja 60 % delnic⁴⁵, zastopanih z indeksom S&P 500 in 40 % obveznic, zastopanih z indeksom *Lehman Brothers Aggregate Bond*. Hedge skladi pa so predstavljeni z indeksom hedge skladov *Greenwich Global Hedge Fund Index*. V navedem obdobju je

⁴² Povezanost donosnosti merimo s kovarianco ali pa s korelacijskim koeficientom. Kovarianca lahko zavzame bolj ali manj poljubno negativno ali pozitivno vrednost, korelacijski koeficient dveh naložb pa je kovarianca normirana z dvema variancama in zato lahko zavzame le vrednosti na intervalu od -1 do + 1 (povzeto po Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 974–976).

⁴³ Pričakovana stopnja donosa celotnega premoženja se izračuna kot tehtana aritmetična sredina pričakovanih stopenj donosov posameznih naložb, kjer so uteži deleži celotnega premoženja, ki so naloženi v posamezno naložbo (Mramor, 2000, str. 84).

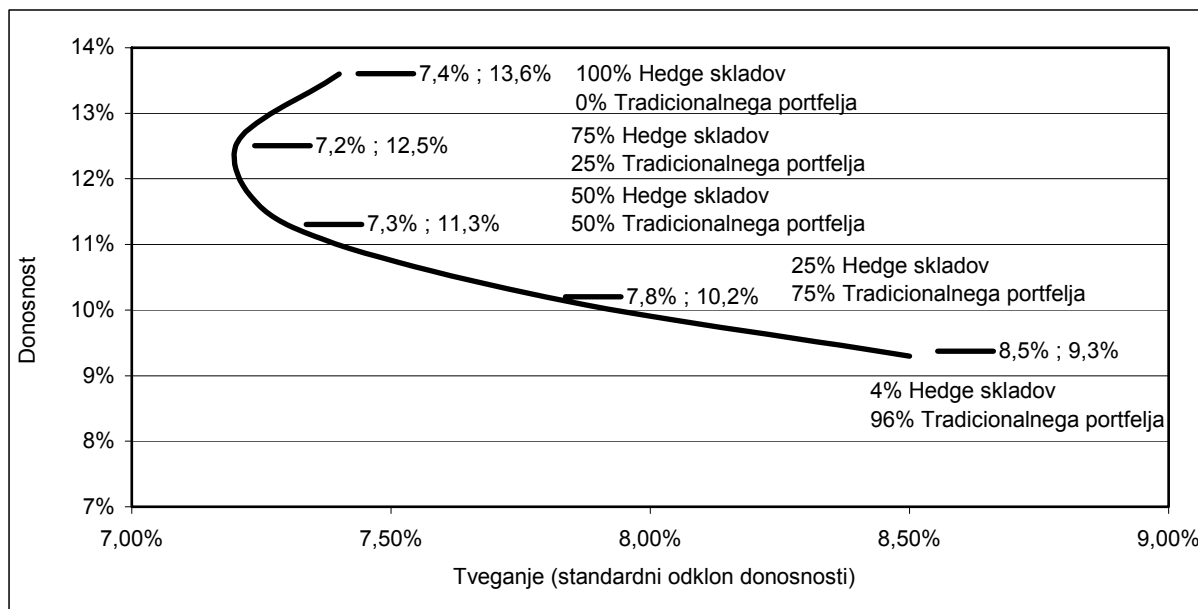
⁴⁴ V literaturi ni moč zaslediti enoznačne definicije hedge sklada. Namesto te se uporablja opis tipičnih lastnosti, po katerih so hedge skladi vrsta investicijskih skladov in gospodarskih družb, katerih pravno-organizacijska oblika je precej raznolika, saj si izbirajo takšen pravni status, ki jim v danih pogojih omogoča čim večjo prostost pri poslovanju. Hedge skladi so navadno neregistrirani v okviru nacionalnih institucij za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev, izkoriščajo slabšo uravnavanje in omejujejo preglednost svojega poslovanja. Kot naložbeni produkt so redkeje dostopni širši javnosti, saj njihove delnice praviloma niso predmet javne prodaje. Omejitve pri številu in premoženjskemu statusu vlagateljev so neposredna posledica izogibanju strogemu zakonskemu okviru. Visoko usposobljeni upravljavci, ki navadno vlagajo v hedge sklad tudi del svojega premoženja, pri poslovanju niso omejeni s predpisanimi naložbenimi tehnikami in strategijami. Za dobre poslovne rezultate so le-ti nagrajeni s provizijo za uspešnost (ang. performance oriented incentive fee), ki predstavlja močan motivacijski faktor (Lhabitant, 2004, str. 4–5).

⁴⁵ Zaradi bolj nazornega prikaza našega primera, predpostavljamo, da indeks S&P 500 dobro predstavlja donosnost povprečnega delniškega vzajemnega sklada, ki vlaga sredstva na ameriški trg kapitala.

tradicionalni portfelj v povprečju dosegel letno donosnost v višini 9,3 % ob standardnem odklonu donosnosti 8,5 %.

Kot je razvidno s Slike 12, dosežemo pozitivni učinek zmanjšanja tveganja pri isti stopnji donosa, če postopoma dodajamo tradicionalnemu portfelju investicije v hedge sklade.

Slika 12: Učinek večanja deleža hedge skladov v tradicionalnem portfelju



Vir: Greenwich Alternative Investments, 2007.

Z večanjem deleža hedge skladov v sicer tradicionalnem portfelju naložb postopoma dosežemo višjo donosnost, dokler je delež nižji od 50 %, pa se postopno manjša tudi izpostavljenost tveganju. To pomeni, da je za učinkovito razdelitev premoženja potrebno investirati vsaj 50 % sredstev v hedge sklade in da le zgornja polovica krivulje predstavlja učinkovite kombinacije tradicionalnih in alternativnih naložb. Končna izbira najboljše izmed učinkovitih kombinacij pa je odvisna od vlagateljevega nagnjenja k tveganju. Manj nagnjeni k tveganju bi izbrali kombinacijo s čim nižjim deležem investicij v hedge sklade (vendar še vedno vsaj v višini 50 %) in obratno. Z vključitvijo hedge skladov v portfelj sicer tradicionalnih oblik naložb torej dosežemo znižanje tveganja ob enaki oziroma višji stopnji donosa.

Popolne razpršitve, s katero bi tveganje popolnoma odpravili, ne moremo doseči, ker donosnosti naložb med seboj niso popolnoma negativno povezane. Ker pa donosnosti niso povezane popolnoma pozitivno, se z večanjem števila naključno izbranih naložb tveganje portfelja zmanjšuje. Iz empiričnih preučevanj sledi, da razpršitev premoženja v dodatne naložbe zmanjšuje variabilnost donosov portfelja, vendar pa se učinki razpršitve hitro zmanjšujejo z večanjem števila naložb. Kot je bilo prikazano v točki 3.2.1. prvih 10 do 15 naključno izbranih naložb prinese veliko

večino zmanjšanja tveganja portfelja, učinki dodatnih naložb pa so zelo majhni (Mramor, 2000, str. 88).

Znižanje tveganja ob enaki oziroma višji stopnji donosa, se torej lahko doseže z različno kombinacijo naložb. Analitska agencija Morningstar v svoji študiji dokazuje, da se z vlaganjem v štiri vzajemne sklade lahko doseže skoraj popolna razpršitev premoženja. Pogoji pa je, da naložbene politike vzajemnih skladov med seboj šibko korelirajo, kar pomeni, da imajo naložbene politike usmerjene v različne gospodarske panoge in različne regije (Benz, Di Teresa, Kinnel, 2003, str. 70–71).

4. EMPIRIČNA RAZISKAVA: PROFILI SLOVENSКИH VLAGATELJEV V VZAJEMNE SKLADE

Da bi ugotovila, ali so slovenski vlagatelji v obdobju varčevanja v vzajemnih skladih izbirali vzajemne sklade, ki ustrezajo njihovem finančnemu profilu, sem izvedla raziskavo, ki predstavlja osrednji del pričujočega magistrskega dela. V tem poglavju, ki je nekakšen uvod v samo raziskavo, je najprej predstavljena analiza posameznih finančnih profilov vlagateljev, predvsem z vidika odnosa do tveganja, v nadaljevanju pa je predstavljena izbrana metoda raziskovanja.

4.1. Opredelitev finančnih profilov (z vidika odnosa do tveganja)

Optimalna naložba prihrankov je odvisna od posameznikovega osebnega finančnega profila, ki ga opredeljujejo naslednji ključni dejavniki (Kleindienst, 2001, str. 37–70):

- finančni cilji,
- finančne razmere,
- odnos do tveganja,
- znanje in izkušnje.

Seveda pa na opredelitev osebnega finančnega profila vpliva tudi časovni horizont, saj daljše, kot je obdobje varčevanja, več tveganja si lahko privošči vlagatelj in s tem lahko pričakuje tudi višjo donosnost. Finančni profil vlagatelja torej sestavlja presek zgoraj navedenih elementov.

Vlagatelje lahko glede na njihov finančni profil razdelimo na tri skupine:

- konzervativni vlagatelji; glede na svoje finančne razmere, cilje, odnos do tveganja ter znanje in izkušnje so pripravljeni podpovprečno tvegati,
- zmerni vlagatelji; glede na svoje finančne razmere, cilje, odnos do tveganja ter znanje in izkušnje so pripravljeni povprečno tvegati,
- dinamični vlagatelji; glede na svoje finančne razmere, cilje, odnos do tveganja, ter znanje in izkušnje so pripravljeni nadpovprečno tvegati.

Konzervativni vlagatelj⁴⁶ se bo odločil za vrednostne papirje z nizko stopnjo tveganja, med katere zagotovo spadajo obvezniški vzajemni skladi in skladi denarnega trga. Omenjene oblike naložb prinašajo zanesljivo in predvidljivo donosnost, toda le-ta je glede na ostale oblike vlaganja tudi najnižja. Če začne vrednost njihovih naložb padati, konzervativni vlagatelji ponavadi takšne padce spremljajo izjemno negativno in z velikim razočaranjem, zato so za konzervativne vlagatelje primerni vzajemni skladi z razmeroma stabilno rastjo. Za tiste vlagatelje, ki so pripravljeni manj tvegati in s tem tudi pričakujejo manjšo donosnost, je priporočljivo, da si tako izberejo vse prej kot delniške vzajemne sklade. Tako bi na primer z izbiro obvezniških in garantiranih vzajemnih skladov ter s skladi denarnega trga in skladi skladov lahko dosegli boljšo donosnost kot z depoziti na banki in manjše plemenitenje denarja kot v delniških vzajemnih skladih, vendar je ob tej postavki tudi tveganje, da bi se vložena denarna sredstva zmanjšala, bistveno manjše. Seveda je za konzervativne vlagatelje zelo priporočljivo, da si izberejo več vzajemnih skladov.

Zmerni vlagatelj ima na spremembo cene izbrane naložbe ponavadi manj burne reakcije, kljub temu pa seveda ne ostaja neopredeljen ali zadržan, kadar pride do padca vrednosti naložbe. V primerjavi s konzervativnim vlagateljem je ta tip vlagatelja pripravljen sprejeti določeno tveganje z namenom ustvarjanja višje dolgoročne donosnosti. Med takšne naložbe spadajo predvsem naložbe v vzajemne sklade, ki so sestavljeni iz določenega dela delnic in določenega dela obveznic. Še enkrat več je tudi tu potrebno opozorilo, da ima pri sestavi portfelja zelo veliko in pomembno vlogo čas vlaganja, saj lahko v kratkem časovnem obdobju "napravimo" izgubo prav pri vsaki naložbi, tudi v obvezniške vzajemne sklade.

Dinamični vlagatelj ima rajši tržno rast sredstev kot pa tekoči dohodek (dividende, obresti). Odzivi na padce vrednosti sredstev so obvladani, pogled v prihodnje dolgoročne kapitalske donose in stanje kapitalskih trgov pa na primer kljub velikim korekcijam tečajev ostane nespremenjen. Dinamični vlagatelj išče takšne naložbene priložnosti, ki bodo na srednjeročni oziroma dolgoročni ravni prinesle nadpovprečno donosnost. Zaradi tega se veliko rajši odločajo za vlaganje v delniške vzajemne sklade, vzajemne sklade razvijajočih se trgov, sektorske oziroma specializirane delniške vzajemne sklade, zato so za dinamične vlagatelje primerni vzajemni skladi z zelo spreminjajočo se rastjo. Z vlaganji v samo delniške vzajemne sklade se lahko dosežejo bistveno višje donosnosti, a se je potrebno zavedati, da so tudi tveganja višja. Tveganje se lahko zmanjša z dolgoročnim varčevanjem.

⁴⁶ Opisi posameznih vlagateljev so povzeti po spletni strani: www.pathtoinvesting.org.

4.2. Izbrana metoda raziskave profilov slovenskih vlagateljev v vzajemne sklade

V juliju in avgustu 2007 je bila za potrebe pričujočega magistrskega dela izvedena raziskava o finančnih profilih slovenskih vlagateljev in njihovem vlaganju v vzajemne sklade. Raziskava je bila narejena s pomočjo spletnega anketnega vprašalnika (glej **Prilogo 1**), ki je bil posredovan fizičnim osebam oziroma je bil posredovan na različne forume (kot so forum na spletni strani časnika Finance, forum na spletni strani finančnega portala vzajemci.com in splošni forum na spletni strani siol.net). Anketni vprašalnik⁴⁷, za izpolnitev katerega je bilo potrebnih okoli 5 minut, je obsegal 21 vprašanj različnega tipa in je bil razdeljen na dva sklopa. Prvi sklop vprašanj se je nanašal na finančni profil vlagatelja, drugi del sklopa vprašanj pa je razkril, v katere vzajemne sklade vlagatelji dejansko vlagajo sredstva.

Vprašanja o finančnem profilu vlagatelja so bila pretežno povzeta po podzakonskem predpisu, ki se nanaša na trženje investicijskih skladov⁴⁸. Do posameznih finančnih profilov vlagateljev sem prišla tako, da sem uporabila točkovanje, ki je predstavljeno v **Prilogi 2**⁴⁹. Vprašalnik o finančnem profilu vlagatelja je bil sestavljen iz dvanajstih vprašanj. Pri enajstih vprašanjih so bili možni štirje odgovori, ki so bili točkovani po principu od 1 do 4⁵⁰. Pri enem vprašanju pa so bili možni trije odgovori, ki so bili točkovani po istem principu, se pravi od 1 do 3. Na osnovi odgovorov anketnega vprašalnika, je bila od anketiranih vlagateljev pridobljena informacija o tem, ali izbira vzajemnega sklada ustreza njihovem profilu tveganosti.

4.3. Vzorec in metodologija

Ciljna populacija pri raziskavi so bile fizične osebe, ki vlagajo svoja sredstva v vzajemne sklade. Ob koncu leta 2006 je bilo v Sloveniji 273.473 vlagateljev, ki so vlagali sredstva v vzajemne sklade slovenskih upravljavcev (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, str. 30). Potrebno je poudariti, da ta podatek vključuje poleg fizičnih oseb tudi dobro poučene vlagatelje. Prav tako je potrebno opozoriti na možnost, da so posamezni vlagatelji lahko večkrat upoštevani, in sicer glede na število vzajemnih skladov, ki jih imajo v svojem premoženju oz. število pristopnih izjav pri različnih družbah za upravljanje. Sklepam lahko, da je dejansko število vlagateljev veliko nižje od prikazane številke.

⁴⁷ V nagovoru vprašalnika je bilo posebej navedeno, da naj vprašalnik izpolnijo samo tiste osebe, ki vlagajo sredstva v vzajemne sklade.

⁴⁸ Vprašanja o profilu vlagatelja se nahajajo v Prilogi 1 Sklepa o trženju in oglaševanju investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 52/07).

⁴⁹ Različni vprašalniki o finančnem profilu vlagatelja in ovrednotenje posameznih odgovorov so dostopni tudi na spletnih straneh različnih analitskih organizacij kot so npr. Mornigstar, Merrill Lynch. Ponavadi vprašalnik o finančnem profilu vlagatelja vsebuje sedem do deset vprašanj (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 170). V našem primeru je dvanajst vprašanj, ker sem z dvema vprašanjema navzkrižno preverjala odgovore anketiranih vlagateljev (6. vprašanje in 13. vprašanje anketnega vprašalnika o profilu vlagatelja (glej Prilogo 3)).

⁵⁰ Tudi Bodie, Kane in Marcus (2005, str. 170–171) ali pa Gitman in Joehnk (1999, str. 152) prikazujejo podoben način točkovanja odgovorov, s to razliko, da so pri posameznem vprašanju možni trije odgovori.

V konkretni raziskavi med vlagatelji, ki vlagajo sredstva v vzajemne sklade, pa velja še dodatno opozoriti, da gre za sorazmerno majhen vzorec 152 fizičnih oseb, pri čemer je populacija precej večja. Na tem mestu moram poudariti, da gre za vzorčne podatke manjšega vzorca, katerih namen je pridobiti neko okvirno sliko dejanskega vlagatelja v vzajemne sklade.

Pred začetkom raziskave je bilo opravljenih šest poskusnih anket. Na osnovi odgovorov in pripomb je bil anketni vprašalnik vsebinsko popravljen, tako da v končnem anketnem vprašalniku ni bilo dvomljivih vprašanj. Raziskava je potekala v obdobju od 1. 7. 2007 do 12. 8. 2007. Na anketni vprašalnik so odgovarjale fizične osebe, ki vlagajo sredstva v vzajemne sklade.

Ker skupna baza podatkov o slovenskih vlagateljih v vzajemne sklade ne obstaja, je temu prirejena tudi metodologija vzorčenja. Metodologija temelji na slučajnostnem vzorčenju, in sicer na t. i. kepanju (ang. snowball sampling). Po tej metodologiji je potrebno najti nekaj primernih kandidatov, ki izpolnjujejo navedene pogoje in so primerni za anketiranje (v našem primeru so to vlagatelji, ki vlagajo sredstva v vzajemne sklade). Ti kasneje sami predlagajo in imenujejo nove ustrezne kandidate za anketiranje (v našem primeru so posredovali anketni vprašalnik po elektronski pošti). S tem se število kandidatov oziroma slučajno izbran vzorec povečuje podobno kot snežna kepa (Fink, 1995, str. 19).

Fizične osebe so do anketnega vprašalnika, ki je bil objavljen na spletni strani, dostopale na podlagi prejetega vabila k udeležbi v raziskavi, ki se je z medsebojnim posredovanjem širilo preko spletnih uporabnikov – posamezne osebe so bile povabljene k izpolnitvi anketnega vprašalnika ter k nadaljnjemu posredovanju vabila k njegovi izpolnitvi. Stopnja odziva na anketni vprašalnik je bila v prvem tednu zelo šibka. Razlog za to je bil tudi čas dopustov. Zaradi šibkega odziva sem anketni vprašalnik posredovala na različne forume, kar je zelo pripomoglo k povečanju števila kandidatov, ki so bili pripravljeni izpolniti navedeni anketni vprašalnik.

4.4. Prednosti in slabosti oziroma omejitve izbrane metodologije vzorčenja

Izbrana metoda raziskave je zamišljena kot spletna anketa, ki ima določne prednosti in slabosti. Spletna anketa zahteva uporabo spletnega brskalnika in torej predpostavlja dostop do interneta. Morebitne anketirance se lahko na različne načine pozove, naj izpolnijo spletni vprašalnik: z elektronsko pošto, preko spletne strani ali kakega drugega medija. Njihovi odgovori se avtomatsko shranijo na strežnik izvajalca ankete (v našem primeru je bila to spletna stran: www.questionpro.com).

Spletna anketa ima kar nekaj posebnosti (Bregar, Ograjenšek, Bavdaž, 2005, str. 90):

- hitrost: spletni vprašalnik je anketirancem na voljo tisti hip, ko je zaključen, in odgovori so ravno tako zabeleženi tisti hip, ko anketiranec zaključi z izpolnjevanjem;
- fiksni stroški: za to vrsto ankete so značilni fiksni stroški izvedbe, ki obsegajo predvsem pripravo spletnega vprašalnika;
- specifična populacija: v spletnih anketah so anketiranci le tiste osebe, ki uporabljajo računalnik in internet;
- računalniška pismenost: zaradi zahtevnosti, ki jo lahko uporabimo pri spletnih anketah, obstaja nevarnost, da izgubimo tiste uporabnike interneta, ki se ne bodo znašli v tako pripravljenem okolju;
- grafične in multimedijske možnosti; možnost za oblikovanje spletnega vprašalnika je praktično neomejena, vprašanja lahko spremljajo slike, video in zvočni posnetki, vendar pa je potrebno pri tem imeti v mislih hitrost dostopa do interneta, saj lahko taki dodatki precej upočasnijo prenos posameznih strani;
- interaktivnost: spletni vprašalnik omogoča uporabo zahtevnih navigacijskih poti s poljubnimi preskoki med vprašanji.

Podobno kot ostale računalniško podprte oblike anketiranja, tudi ta omogoča sprotno preverjanje skladnosti odgovorov in pravilnosti vnosa. Podobno kot ostale oblike samoanketiranja pa tudi ta izloča vpliv anketarja in je zato primerna za občutljive teme (Bregar, Ograjenšek, Bavdaž, 2005, str. 91).

5. ANALIZA REZULTATOV RAZISKAVE

Kot je bilo že omenjeno, je bilo vabilo k izpolnitvi anketnega vprašalnika posredovano preko elektronske pošte oziroma je bil anketni vprašalnik dostopen na različnih forumih. V času trajanja raziskave (od 1. 7. 2007 do 12. 8. 2007) je na anketni vprašalnik odgovorilo 152 fizičnih oseb, ki vlagajo sredstva v vzajemne sklade.

V nadaljevanju in v **Prilogi 3** so tekstovno ter slikovno in tabelarično predstavljeni rezultati po posameznih sklopih, ki jih je obsegal anketni vprašalnik. Najprej so navedeni rezultati prvega dela vprašalnika ter je predstavljena analiza finančnih profilov vlagateljev (točka 5.2.), nato pa sledijo rezultati drugega dela anketnega vprašalnika in analiza varčevanja v vzajemnih skladih (točka 5.3.).

5.1. Lastnosti anketirancev

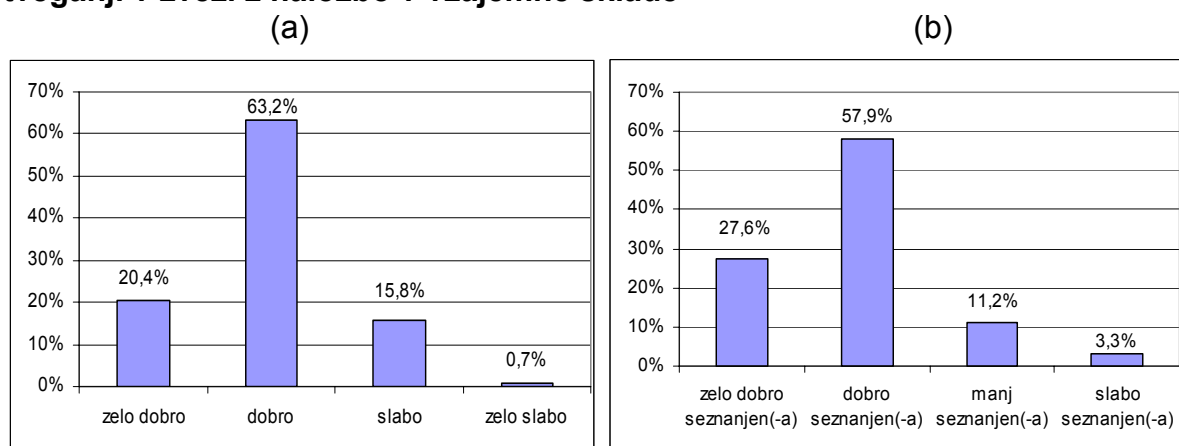
V sklopu anketnega vprašalnika so bili pridobljeni tudi splošni podatki o anketirancih, iz katerih izhaja, da je na anketni vprašalnik odgovarjalo več moških (68,4 %) kot žensk (31,6 %), največ oseb je starih med 31 in 40 let (46,1 %) ter do 30 let (34,9 %),

več kot polovica anketiranih vlagateljev (60,5 %) ima višjo, visoko oziroma univerzitetno izobrazbo, sledi srednješolska izobrazba (21,1 %), specializacija ali magisterij (15,1 %), doktorat (2,6 %) in osnovna šola ali manj (0,7 %)⁵¹.

5.2. Analiza finančnih profilov vlagateljev

Pri analizi finančnih profilov vlagateljev so bili upoštevani naslednji dejavniki: znanje in izkušnje, namen in časovni horizont varčevanja, odnos do tveganja ter obstoječe naložbe. Slika 13 prikazuje, s kakšnim finančnim znanjem razpolagajo anketirani vlagatelji. Kot je razvidno s Slike 13a⁵² skoraj dve tretjini anketiranih vlagateljev (63,2 %) dobro pozna področje vrednostnih papirjev, borznih dogajanj in investicijskih skladov, medtem ko zelo dobro pozna navedeno področje 20,4 % anketiranih vlagateljev. Približno enak odstotek anketiranih vlagateljev (85,5 %) je dobro oz. zelo dobro seznanjeno s tveganji, ki se pojavljajo pri naložbah v vzajemne sklade, kar predstavlja Slika 13b⁵³.

Slika 13: Znanje anketiranih vlagateljev: (a) poznavanje področja vrednostnih papirjev, borznih dogajanj in investicijskih skladov in (b) seznanjenost s tveganji v zvezi z naložbo v vzajemne sklade



Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

Izkušnje, ki jih imajo anketirani vlagatelji z varčevanjem v vrednostnih papirjih oz. investicijskih skladih, ter čas varčevanja v vzajemnih skladih prikazuje Slika 14. Kot prikazuje Slika 14a⁵⁴ več kot ena tretjina anketiranih vlagateljev (36,2 %) v vzajemnih skladih varčuje že dlje časa, kar pomeni da imajo že zelo veliko izkušenj s tem načinom varčevanja. 28,3 % anketiranih vlagateljev ima srednje izkušnje, 22,4 % jih ima manjše izkušnje, le 13,2 % oz. 20 anketiranih vlagateljev v vzajemnih skladih do sedaj ni varčevalo, kar pomeni, da so s tem načinom varčevanja začeli pred kratkim in nimajo veliko izkušenj s tega področja. Nadalje lahko ugotovim, da navedeni rezultati o izkušnjah z varčevanjem v vzajemnih skladih sovpadajo z rezultati o času

⁵¹ Podatki temeljijo na 19. vprašanju, 20. vprašanju in 21. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

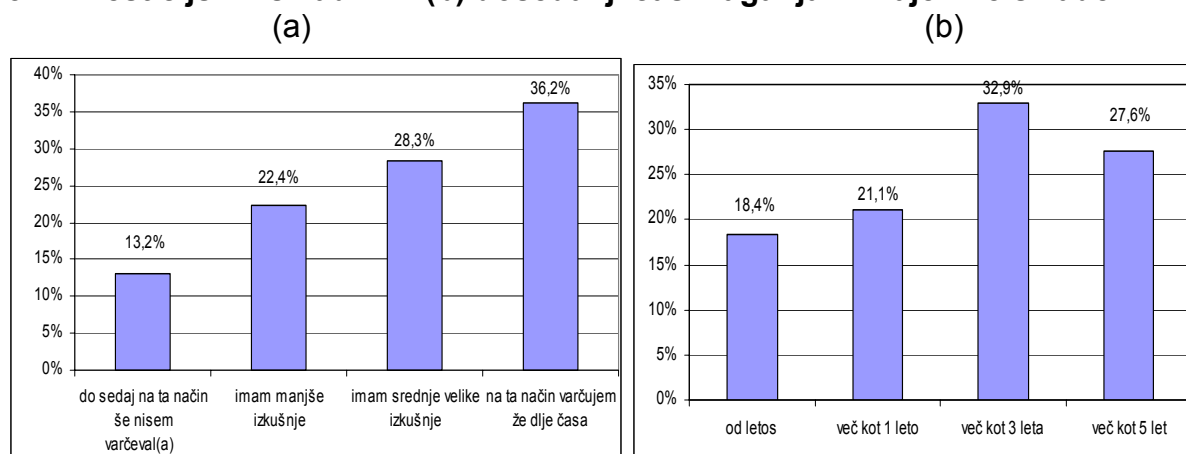
⁵² Podatki na Sliki 13a temeljijo na 10. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

⁵³ Podatki na Sliki 13b temeljijo na 9. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

⁵⁴ Podatki na Sliki 14a temeljijo na 8. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

varčevanja v vzajemnih skladih. Več kot polovica anketiranih vlagateljev varčuje v vzajemnih skladih več kot 3 leta oz. več kot 5 let, in sicer 32,9 % anketiranih vlagateljev varčuje v vzajemnih skladih več kot 3 leta, medtem ko 27,6 % anketiranih vlagateljev varčuje v vzajemnih skladih več kot 5 let. 21,1 % anketiranih vlagateljev varčuje v vzajemnih skladih več kot 1 leto, 18,4 % oz. 28 anketiranih vlagateljev pa je letos začelo z varčevanjem v vzajemnih skladih, kar prikazuje Slika 14b⁵⁵.

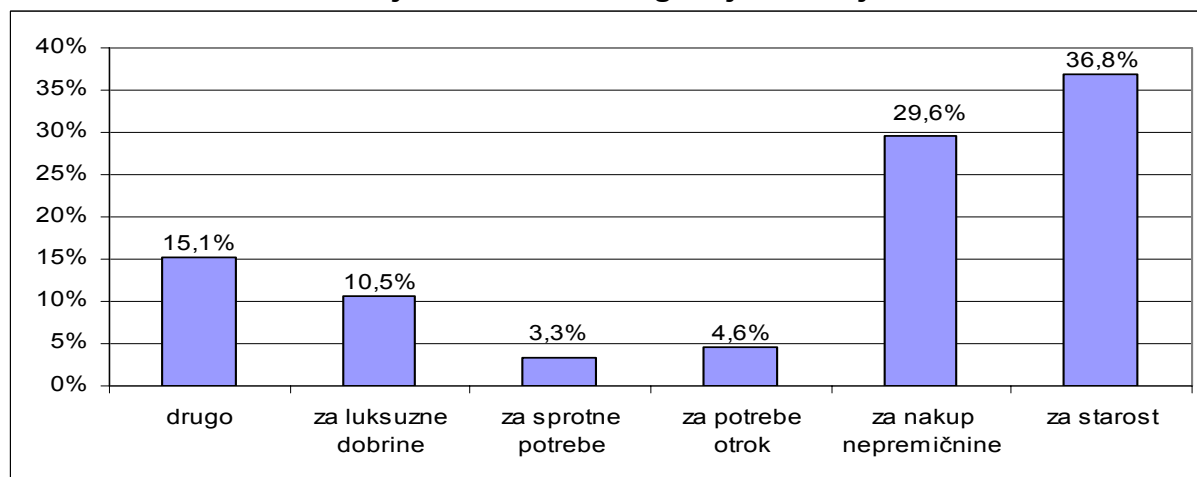
Slika 14: Izkušnje anketiranih vlagateljev: (a) varčevanje v vrednostnih papirjih oz. investicijskih skladih in (b) dosednji čas vlaganja v vzajemne sklade



Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

Pri določitvi finančnega profila je pomemben tudi namen in trajanje varčevanja tj. časovni horizont varčevanja, kar prikazujeta Slika 15 in Slika 16.

Slika 15: Namen varčevanja anketiranih vlagateljev v vzajemnih skladih



Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

S Slike 15⁵⁶ je razvidno, da je večina varčevalnih namenov dolgoročne narave, saj več kot ena tretjina anketiranih vlagateljev varčuje za starost (36,8 %). Sledi varčevanje za nakup nepremičnine (29,6 %), varčevanje za luksuzne dobrine

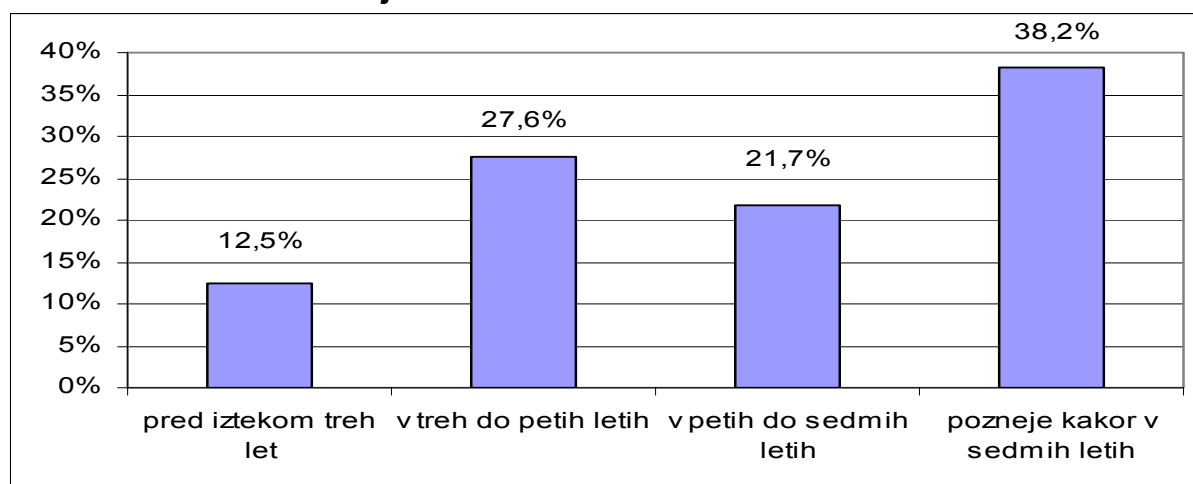
⁵⁵ Podatki na Sliki 14b temeljijo na 11. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

⁵⁶ Podatki na Sliki 15 temeljijo na 1. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

(10,5 %), varčevanje za potrebe otrok (4,6 %), varčevanje za sprotne potrebe (3,3 %), 15,1 % anketiranih vlagateljev pa varčuje v vzajemnih skladih za druge stvari oziroma potrebe.

Zelo pomemben dejavnik pri določanju profila vlagatelja je tudi časovni horizont varčevanja⁵⁷, saj je od časa, v katerem želi vlagatelj doseči nek finančni cilj, pomembna sama struktura naložbe. Daljše kot je obdobje varčevanja, več tveganja lahko vlagatelj prevzame in s tem posledično pričakuje višjo končno donosnost. 38,2 % vprašanih namerava unovčiti naložbo v vzajemni sklad pozneje kakor v sedmih letih, sledijo jim tisti, ki to nameravajo storiti v obdobju od treh do petih let (27,6 %), v obdobju od petih do sedmih let namerava to storiti 21,7 % anketiranih vlagateljev, le 12,5 % oz. 19 anketiranih vlagateljev namerava unovčiti naložbo pred iztekom treh let, kar prikazuje tudi slika 16⁵⁸.

Slika 16: Časovni horizont varčevanja anketiranih vlagateljev: unovčitev naložbe v vzajemni sklad



Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

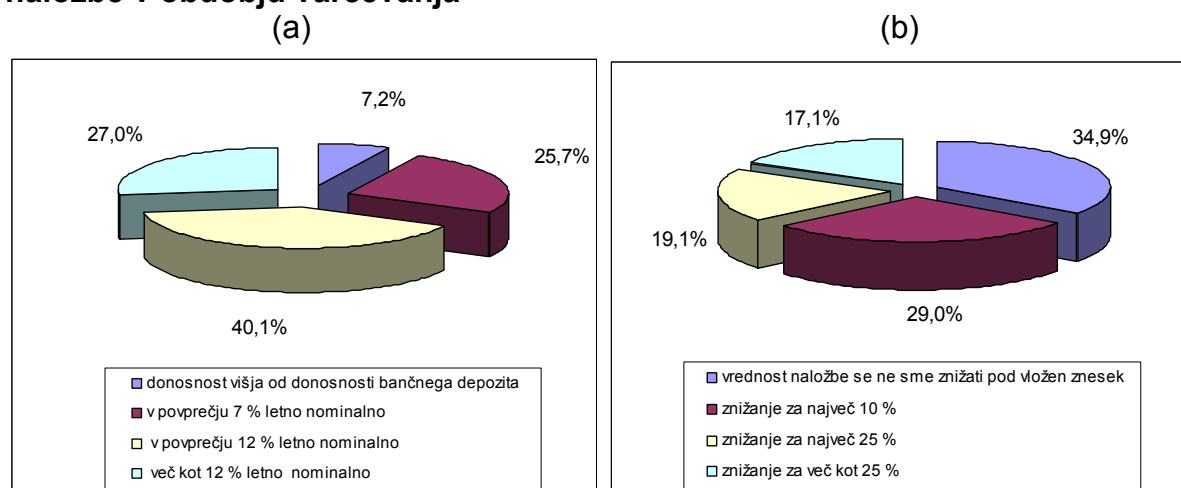
Iz zgornjih rezultatov sledi, da ima večina anketiranih vlagateljev dobro finančno znanje in kar nekaj izkušenj z vlaganjem v vzajemne sklade ter namerava varčevati v vzajemnih skladih za srednje do dolgoročno obdobje. Najbolj pogosto opredeljeni nameni varčevanja so dolgoročne narave, in sicer varčevanje za starost in nakup nepremičnine. Takšne rezultate ankete se da povezati s tem, da so na anketo odgovarjali predvsem mlajši ljudje (80,9 % anketiranih vlagateljev je mlajših od 40 let), ki morda še niso dosegli vseh dolgoročnih ciljev, kot je na primer nakup

⁵⁷ Poleg nenaklonjenosti tveganju pa po mnenju nekaterih finančnih teoretikov in praktikov, na optimalno strukturo premoženja posameznika vpliva še dolžina investicijskega horizonta. S tem vidikom upravljanja premoženja pa se ukvarja koncept časovne diverzifikacije. Koncept časovne diverzifikacije vpelje v teorijo optimalnega premoženja novo spremenljivko, in sicer čas. Obravnavani koncept zagovarja stališče, da obstaja negativna povezava med dolžino investicijskega horizonta in tveganostjo delnic, kar pomeni, da so delnice v daljšem investicijskem horizontu razmeroma bolj privlačne v primerjavi z obveznicami, za katere se tveganje v času ne spreminja (Levy, Cohen, 1998, str. 60). To pomeni, da bi moral po načelu časovne diverzifikacije imeti vlagatelj z daljšim časovnim horizontom v svojem premoženju večji delež delnic kakor pa vlagatelj s krajšim časovnim horizontom.

⁵⁸ Podatki na Sliki 16 temeljijo na 7. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

nepremičnine. Zato me je zelo zanimalo, kakšen je odnos anketiranih vlagateljev do tveganja in ali se anketirani vlagatelji zavedajo, da sta tveganje in donosnost medsebojno odvisna. Kolikšno povprečno letno donosnost anketirani vlagatelji pričakujejo in kolikšno znižanje vrednosti naložbe v obdobju varčevanja je za njih še sprejemljivo, je razvidno s Slike 17.

Slika 17: Odnos anketiranih vlagateljev do tveganja (a) pričakovana povprečna letna donosnost v obdobju varčevanja in (b) sprejemljivo znižanje vrednosti naložbe v obdobju varčevanja



Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

Rezultati, ki so predstavljeni na Sliki 17b⁵⁹, kažejo, da 34,9 % anketiranih vlagateljev meni, da se vrednost naložbe ne sme znižati pod vložen znesek, znižanje za največ 10 % bi bilo sprejemljivo za 29 % anketiranih vlagateljev, znižanje za največ 25 % bi bilo sprejemljivo za 19,1 % anketiranih vlagateljev, le za 17,1 % oz. za 26 anketiranih vlagateljev pa je sprejemljivo znižanje za več kot 25 %. Takšna struktura odgovorov bi lahko nakazovala, da prevladuje konzervativni tip vlagatelja. Zelo zanimivi pa so rezultati o pričakovani letni donosnosti, kar prikazuje Slika 17a⁶⁰. Kar 40,1 % anketiranih vlagateljev pričakuje v povprečju 12-odstotno letno nominalno donosnost, več kot 12 % letne nominalne donosnosti pa pričakuje 25,7 % anketiranih vlagateljev, skupaj torej več kot polovica vseh vprašanih.

Iz odgovorov na drugo in tretje zastavljeno anketno vprašanje (glej tudi Sliko 17) je razvidno, da si anketirani vlagatelji želijo visoke donosnosti, niso pa pripravljeni sprejeti visokega tveganja oziroma izgube vloženih sredstev. S pomočjo odgovorov na vprašanje 2 in vprašanje 3 anketnega vprašalnika, prikazanih na Sliki 17, s pomočjo podatkov o vrednosti sredstev v vzajemnih skladih, prikazanih v Sliki 2 in s pomočjo podatkov o neto vplačilih v posamezne vrste vzajemnih skladov, prikazanih v Sliki 3, lahko v celoti potrdim prvo navedeno hipotezo, in sicer *da vplačila v*

⁵⁹ Podatki na Sliki 17b temeljijo na 2. vprašanju anketnega vprašalnika (glej tudi Prilogo 3).

⁶⁰ Podatki na Sliki 17a temeljijo na 3. vprašanju anketnega vprašalnika (glej tudi Prilogo 3). Potrebno je poudariti, da je bilo pri 3. vprašanju izrecno navedeno, da je višja pričakovana donosnost povezana z višjim tveganjem.

delniške vzajemne sklade skokovito naraščajo, pri čemer se vlagatelji ne zavedajo, da potencialno višje donosnosti pomenijo tudi večje tveganje. Vlagatelj, ki na primer vlaga sredstva v nadpovprečno tvegane vzajemne sklade, naj bi bil za sprejemanje tveganja dolgoročno tudi nadpovprečno nagrajen in bi se moral zavedati, da je donosnost le nagrada za prevzeto tveganje. Seveda pa je z večjim tveganjem povezana tudi možnost večje izgube. Tudi navzkrižno preverjanje odgovorov je potrdilo zgornjo hipotezo.

Tabela 2⁶¹ prikazuje hipotetično gibanje donosnosti naložbe v naslednjih petih letih. Kot je razvidno iz Tabele 2, je nekaj manj kot polovica anketiranih vlagateljev (42,7 %) izbrala naložbeno možnost A in naložbeno možnost B, kjer so navedene zelo visoke pričakovane donosnosti, ki pa s seboj pritegnejo tudi možnost velike izgube. Glede na to, da skoraj 83 % anketiranih vlagateljev meni, da se vrednost naložbe lahko zniža le do 25 %, od tega jih 34,9 % meni, da se vrednost ne sme znižati pod vložen znesek (glej Sliko 17b), so izbrane naložbene možnosti presenetljive.

Tabela 2: Hipotetično gibanje donosnosti naložbe (podane so najvišja, najnižja in pričakovana realna donosnost v naslednjih petih letih)

Naložba	Pričakovana donosnost	Najvišja možna donosnost	Najnižja možna donosnost (izguba)	Delež anketiranih
A.	100%	200%	-50%	15,1%
B.	60%	100%	-30%	27,6%
C.	45%	70%	-10%	34,2%
D.	20%	25%	15%	23%

Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

Reakcija vlagatelja v primeru negativnega trenda je tudi zelo pomembna, saj je dober pokazatelj tega, kakšna je vlagateljeva dejanska naklonjenost tveganju. V podobnih vprašalnikih, ki jih uporabljajo finančni svetovalci po svetu, je ta segment zelo podrobno razdelan in navadno vključuje navzkrižno preverjanje vlagateljevih odgovorov in testiranje vlagateljevih reakcij z razvrščanjem različnih hipotetičnih gibanj donosnosti. Slika 18 prikazuje reakcije anketiranih vlagateljev v primeru negativnih donosnosti vzajemnega sklada.

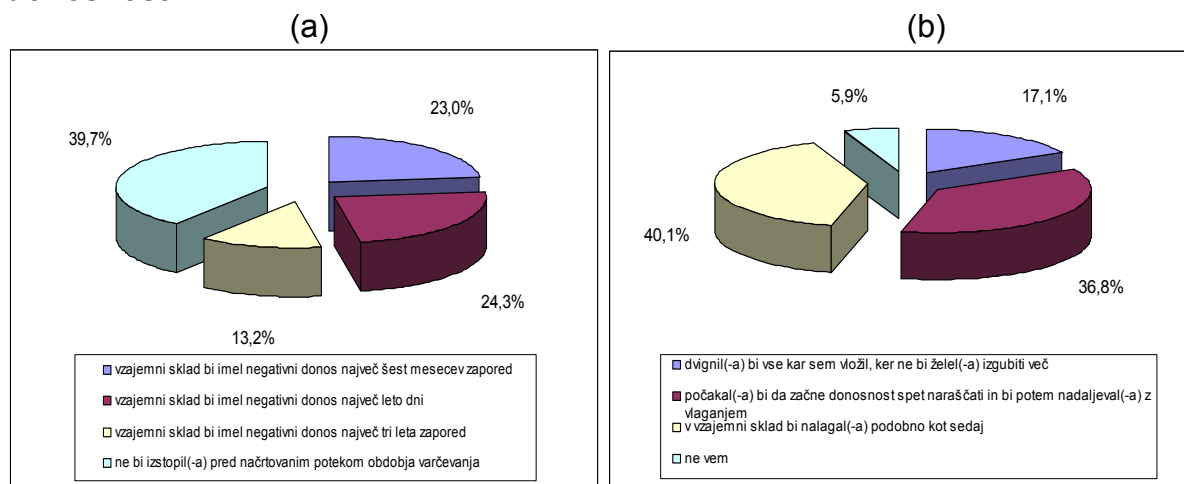
Glede na izkušnje in dobro poznavanje področja vzajemnih skladov anketiranih vlagateljev (glej Sliko 13 in Sliko 14) predstavlja analiza odgovorov, ki je prikazana v Sliki 18 neko logično razlago. Kot je razvidno s Slike 18a⁶² skoraj 40 % anketiranih vlagateljev ne bi izstopilo iz vzajemnega sklada pred načrtovanim obdobjem varčevanja, tudi če bi vzajemni sklad imel negativno donosnost. Prav tako bi kar 40 % anketiranih vlagateljev varčevalo v vzajemnem skladu v enakih zneskih, tudi če

⁶¹ Podatki v Tabeli 2 temeljijo na 6. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

⁶² Podatki na Sliki 18a temeljijo na 4. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

bi vzajemni sklad imel v zadnjem letu negativno donosnost. Več kot ena tretjina anketiranih vlagateljev (36,8 %) bi počakala, da začne donosnost vzajemnega sklada zopet naraščati in bi potem nadaljevala z vlaganjem v vzajemni sklad (Slika 18b)⁶³. Rezultati predstavljeni na Sliki 18 kažejo na to, da se ljudje, ki v določeni meri poznajo delovanje vzajemnih skladov, zavedajo cikličnega gibanja donosnosti.

Slika 18: Reakcija anketiranih vlagateljev v primeru negativne donosnosti vzajemnega sklada: (a) unovčitev naložbe v vzajemni sklad v primeru negativne donosnosti in (b) vlaganje prihrankov v vzajemni sklad v primeru negativne donosnosti



Vir: Lastna raziskava, avgust 2007

Pri odločitvi vlagatelja za (dodatno) varčevanje je eno od ključnih vprašanj, ki si ga mora zastaviti sleherni vlagatelj, kje ima trenutno vložen denar in kakšno donosnost mu te naložbe prinašajo, ter seveda, ob kakšnem tveganju. S slike 19⁶⁴ je razvidno, da ima polovica anketiranih vlagateljev večino prihrankov naloženih pretežno v delnicah oz. delniških vzajemnih skladih.

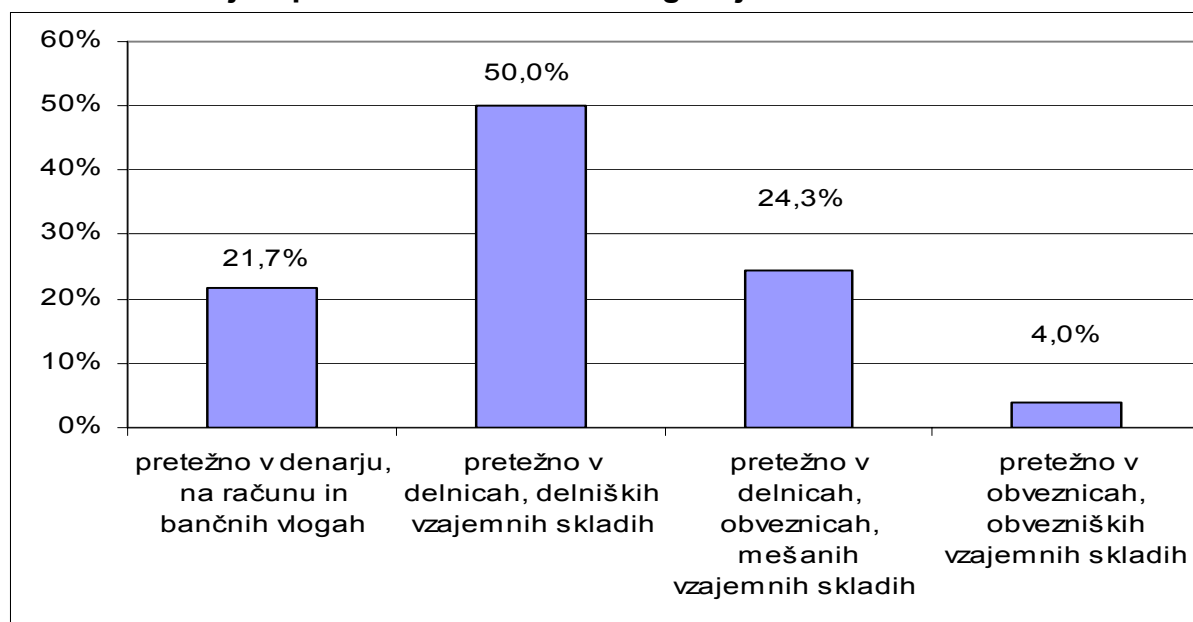
Tudi ti rezultati niso presenetljivi, saj se je več kot ena tretjina anketiranih vlagateljev opredelila, da varčuje za dolgoročne namene. Na splošno velja, da je varčevanje v delnicah oz. delniških vzajemnih skladih⁶⁵ na dolgi rok bolj primerno kot varčevanje v obveznicah oz. obvezniških vzajemnih skladih. Inflacijsko tveganje (tveganje, da bo vrednost prihrankov razvrednotila inflacija) je ena največjih nevarnosti, ki preži pri dolgoročnem varčevanju, in delnice so na daljši rok precej boljši ščit pred inflacijo, kot obveznice in druge nizko tvegane naložbene oblike. Dolgoletne izkušnje finančnih trgov tudi navajajo na ugotovitev, da se z vključitvijo manjšega dela delniških naložb tveganje celotnega finančnega premoženja celo zniža, ne da bi se zato znižala njegova pričakovana donosnost (Kleindienst, 2007, str. 3).

⁶³ Podatki na Sliki 18b temeljijo na 12. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

⁶⁴ Podatki na Sliki 19 temeljijo na 5. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

⁶⁵ Tu mislim na dobro razpršene naložbe v svetovnem ali vsaj v evropskem merilu na pretežno razvitih kapitalskih trgih. Slabo razpršene naložbe v posamezne delnice ali na ozko ali eksotično geografsko področje namreč za varčevanje za dolgoročne namene, kot je npr. varčevanje za starost, nikakor niso primerne, saj je tveganje previsoko.

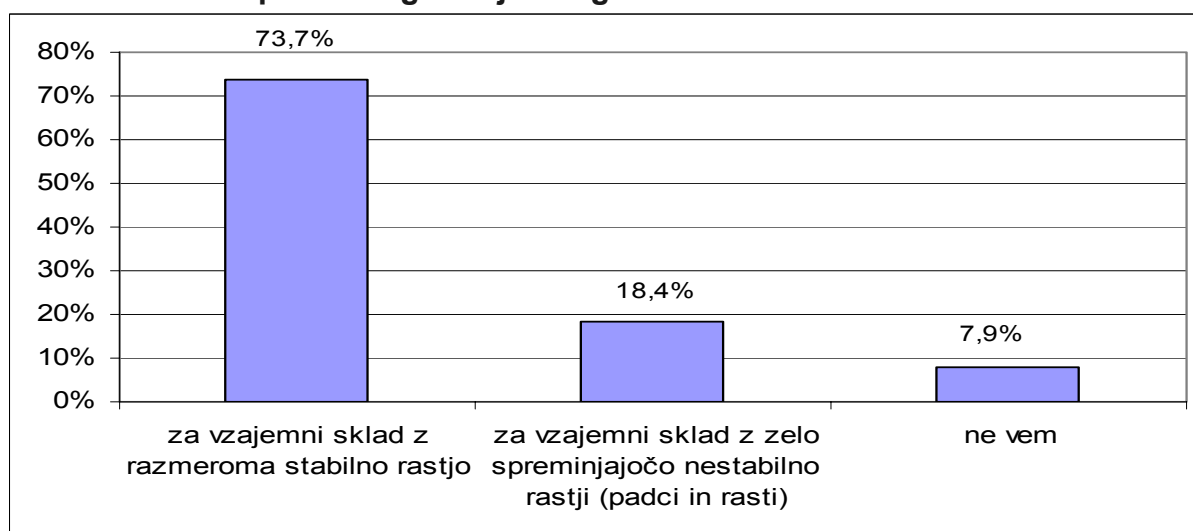
Slika 19: Obstoječi prihranki anketiranih vlagateljev



Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

In za katere vzajemne sklade bi se anketirani vlagatelji odločili v tem trenutku? Odgovor na to vprašanje je razviden s Slike 20⁶⁶.

Slika 20: Izbira hipotetičnega vzajemnega sklada



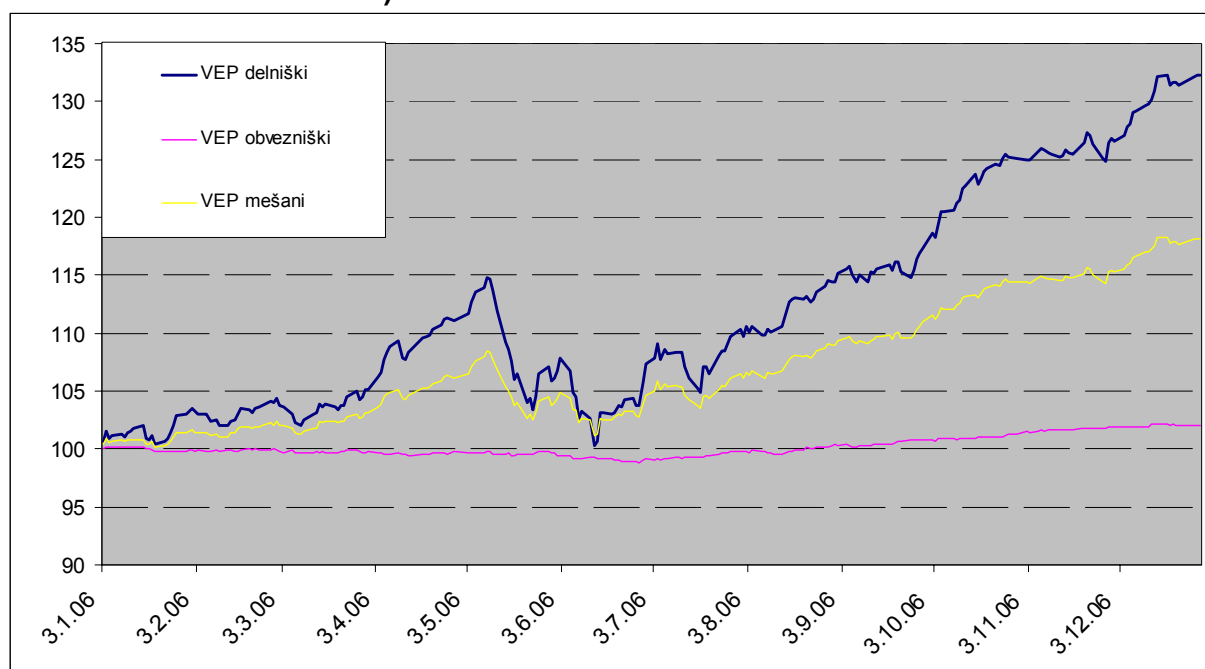
Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

Vidimo, da anketirani vlagatelji dajejo prednost vzajemnim skladom s stabilno donosnostjo, saj bi jih kar 73,7 % vložilo v take vzajemne sklade. Le 18,4 % jih ima »raje« vzajemne sklade z nestabilno donosnostjo, kar pomeni, da radi več tvegajo, s tem pa imajo možnost višjih zaslužkov. 7,9 % oz. 12 anketiranih vlagateljev je neopredeljenih. V nadaljevanju je naprej za ilustracijo prikazano gibanje baznih indeksov tehtane povprečne letne donosnosti oz. spremembe vrednosti enote

⁶⁶ Podatki na Sliki 20 temeljijo na 13. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

premoženja (VEP)⁶⁷ po posameznih vrstah slovenskih vzajemnih skladov v letu 2006. Z zgledom želim pokazati, da je nihanje donosnosti odvisno od naložbene politike vzajemnega sklada, kar vpliva tudi na to, ali je rast vzajemnega sklada nestabilna ali stabilna.

Slika 21: Gibanje baznih indeksov tehtane povprečne letne donosnosti oz. spremembe VEP po posameznih vrstah slovenskih vzajemnih skladov v letu 2006, z osnovo na dan 30. 12. 2005 (tehtane povprečne letne donosnosti VEP na dan 30. 12. 2005 = 100)



Vir: Finančna točka, 2007; Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006; lastni izračuni.

Vedno večja specializiranost slovenskih vzajemnih skladov tako regionalno kot panožno vpliva na čedalje večje razlike v donosnostih posameznih vzajemnih skladov. Kot je razvidno s Slike 21, je v letu 2006 najbolj nihala donosnost delniških vzajemnih skladov. Donosnost delniških vzajemnih skladov na letni ravni, merjena s spremembo vrednosti enote premoženja (VEP), se je gibala med 2,4 % in 38,6 %⁶⁸. Tehtano povprečje tako merjenih donosnosti delniških vzajemnih skladov pa je znašalo 32,3 %. Sledijo mešani vzajemni skladi, kjer se je letna nominalna donosnost gibala med 6,4 % in 25,5 %. Tehtano povprečje letnih donosnosti mešanih vzajemnih skladov pa je znašalo 18,1 %. Najmanj je nihala donosnost obvezniških vzajemnih skladov, ki se je gibala med -1,3 % in 8,4 %, njihovo tehtano povprečje letnih donosnosti pa je znašalo 2 %. Kot je prikazano na Sliki 20, bi se 73,7 % anketiranih vlagateljev odločilo za vzajemne sklade z razmeroma stabilno rastjo. Ali se finančni

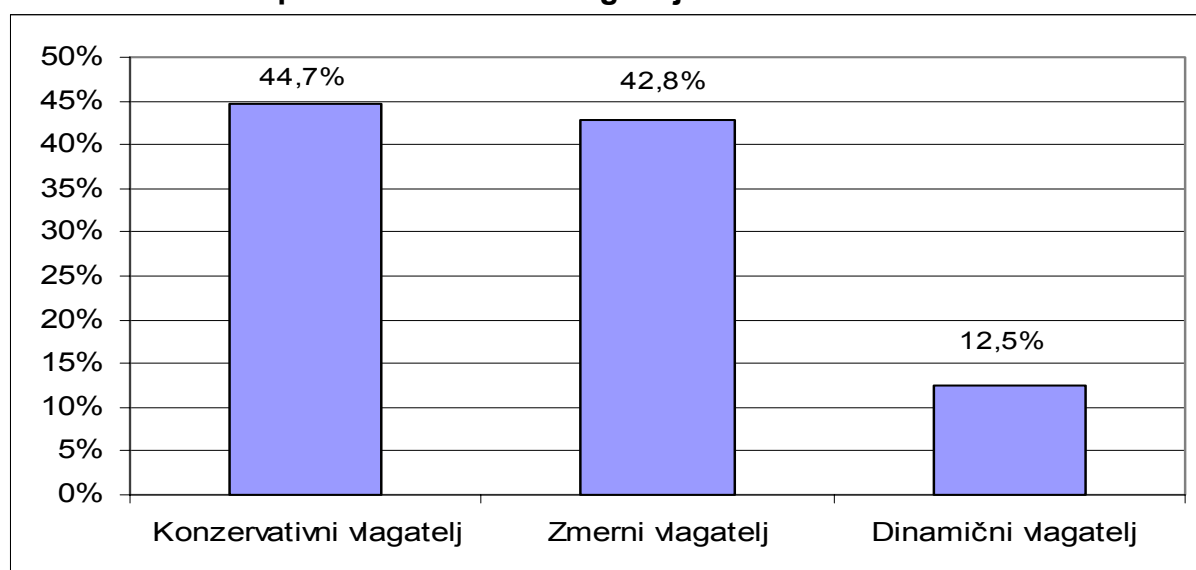
⁶⁷ Pri izračunu povprečne letne donosnosti oz. spremembe VEP je bil kot utež upoštevan delež vrednosti sredstev posameznega vzajemnega sklada v vrednosti sredstev vseh vzajemnih skladov oz. po posameznih vrstah vzajemnih skladov. Pri izračunu so bili upoštevani samo tisti vzajemni skladi, ki so v letu 2006 poslovali celo leto.

⁶⁸ Podatki o spremembah vrednosti enot premoženja po posameznih slovenskih vzajemnih skladih od 31. 12. 2005 do 31. 12. 2006 so dostopni v Poročilu o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006 na strani 34.

profili anketiranih vlagateljev ujemajo z navedenimi odgovori, pa je prikazano v nadaljevanju magistrskega dela.

Kot je že bilo omenjeno, je vprašalnik o finančnem profilu vlagatelja vseboval dvanajst vprašanj⁶⁹. Pri enajstih vprašanjih so bili možni štirje odgovori, ki so bili točkovani po principu od 1 do 4. Le 13. vprašanje anketnega vprašalnika je bilo točkovano po principu od 1 do 3 (glej tudi Sliko 20). To vprašanje naj bi navzkrižno preverilo odgovore anketiranih vlagateljev in še dodatno potrdilo njegov finančni profil.

Slika 22: Finančni profili anketiranih vlagateljev



Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

Kot je razvidno s Slike 22, med anketiranimi vlagatelji prevladuje konzervativni tip vlagatelja (44,7 %). Sledijo jim zmerni vlagatelji z 42,8 %, 12,5 % oz. 19 anketiranih vlagateljev pa je dinamičnih.

Glede na to, da bi se skoraj 74 % vlagateljev odločilo za vzajemne sklade z razmeroma stabilno rastjo in da med anketiranimi vlagatelji prevladuje konzervativni tip vlagatelja oz. jim tesno sledijo zmerni vlagatelji, lahko rečem, da odgovori o finančnih profilih anketiranih vlagateljev sovpadajo z odgovori o hipotetični izbiri vzajemnega sklada, prikazanimi na Sliki 20.

Vzajemni skladi z razmeroma stabilno rastjo so primerni predvsem za konzervativne vlagatelje, ki jim je bistveno pomembnejša stabilnost in ohranjanje vrednosti premoženja, kakor sami dobički pri vlaganju. Za dinamične vlagatelje, ki jim je pomembno, da naložba pridobiva na vrednosti, ki pa je posledično podvržena večjim nihanjem in tveganjem, so primerni vzajemni skladi z zelo spreminjajočo se rastjo. Za

⁶⁹ Vprašanja o finančnem profilu ter princip točkovanja so prikazani v Prilogi 2.

zmerne vlagatelje pa je rešitev nekje vmes, vendar so tudi za njih bolj primerni vzajemni skladi z razmeroma stabilno rastjo in manjši delež vzajemnih skladov z zelo spreminjajočo se rastjo.

Rezultati o finančnih profilih anketiranih vlagateljev sovpadajo tudi z rezultati nedavno narejene raziskave podjetja GfK Gral–Iteó o naložbenih navadah vlagateljev v vzajemne sklade. Izsledki raziskave⁷⁰ so pokazali, da bi po odnosu do tveganja pri vlaganju 24 % Slovencev uvrstili med »skrajne previdneže«, 23 % vprašanih pa sodi med »novince«, ki imajo o vlaganju malo znanja. Deleža bolj preudarnih in previdnih vlagateljev med anketiranimi sta zelo podobna – tako imenovanih »razumnikov« je 18 % in »previdnežev« 17 %, preostalih 17 % pa je segment »drznežev«, vlagateljev ki se ne bojijo tveganja pri vlaganju. Tudi pri tej raziskavi se je izkazalo, da pri slovenskem prebivalstvu ni mogoče potegniti jasnih meja med posameznimi tipi vlagateljev (Naj bo »novinec«, »drznež« ali »razumnik«, Slovenci stavijo na investicijske sklade, 2006).

Če je do še pred nekaj leti veljalo, da so Slovenci zelo konzervativni vlagatelji, ki varčujejo pretežno v banki, se to počasi spreminja. Še ena od raziskav podjetja GfK Gral–Iteó kaže, da v vzajemne sklade investira dobra desetina prebivalstva, slaba tretjina v naložbena in življenjska zavarovanja, dobra tretjina pa varčuje v bankah. 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 (2005) povečalo za 50 % (Naložbene želje, 2006). 70 % vprašanih je leta 2001 dajalo prednost varčevanju v banki, v letu 2006 pa se je ta odstotek zmanjšal na nekaj manj kot 40 %, ugotavlja še ena od raziskav podjetja GfK Gral–Iteó (Šalamun, 2007).

Ali anketirani vlagatelji dejansko vlagajo sredstva v vzajemne sklade v skladu s svojimi finančnimi profili, pa je prikazano v nadaljevanju magistrskega dela.

5.3. Analiza varčevanja v vzajemnih skladih

S pomočjo drugega sklopa vprašanj sem skušala ugotoviti, v katere vzajemne sklade anketirani vlagatelji vlagajo svoja sredstva. Zanimalo me je tudi, koliko vzajemnih skladov imajo v svojem premoženju ter zaradi česa so se odločili za navedene vzajemne sklade. Prav tako me je zanimalo, kolikšen odstotek vseh prihrankov vlagajo v vzajemne sklade ter koliko varčujejo v vzajemnih skladih glede na bančne vloge.

V katere vzajemne sklade dejansko vlagajo sredstva anketirani vlagatelji, prikazuje Slika 23. Kot je razvidno s Slike 23⁷¹ več kot dve tretjini anketiranih vlagateljev

⁷⁰ Raziskava je bila narejena na vzorcu 1000 ljudi.

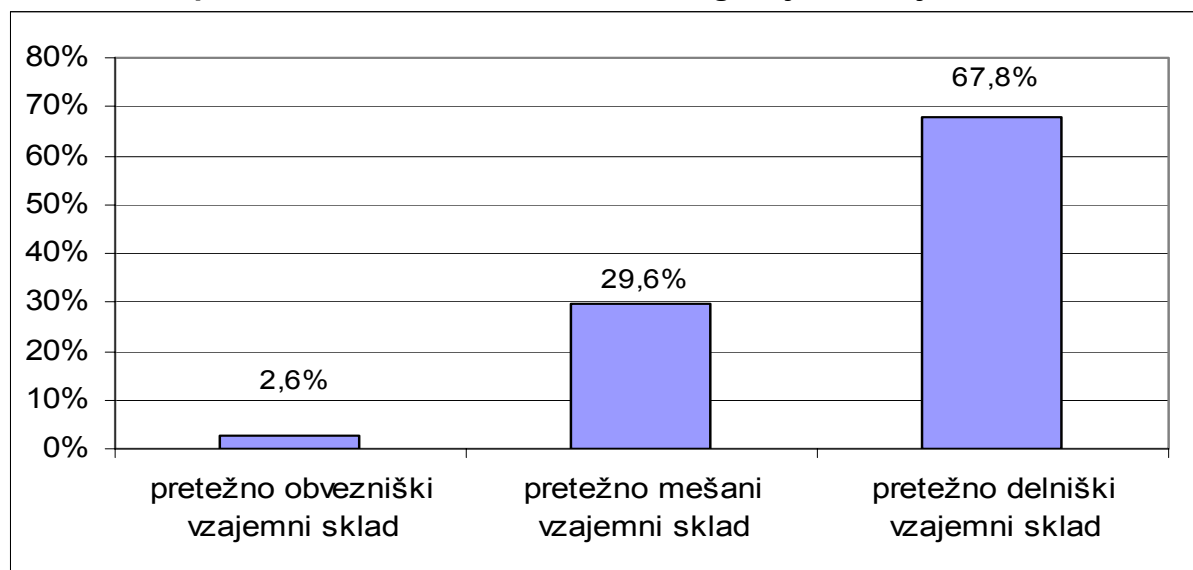
⁷¹ Podatki na Sliki 23 temeljijo na 17. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

(67,8 %) vlaga sredstva v pretežno delniške vzajemne sklade, sledijo jim anketirani vlagatelji, ki vlagajo sredstva v pretežno mešane vzajemne sklade (29,6 %), le 2,6 % oziroma 4 anketirani vlagatelji vlagajo sredstva v pretežno obvezniške vzajemne sklade.

Glede na to, da med anketiranimi vlagatelji prevladuje konzervativni tip vlagatelja ter da skoraj 74 % anketiranih vlagateljev daje prednost vzajemnim skladom s stabilno rastjo, bi po teoriji, predstavljeni v prejšnjih poglavjih magistrskega dela (glej tudi točko 4.1.), moral biti v prikazani razporeditvi sredstev v vzajemnih skladih večji delež obvezniških vzajemnih skladov in ne le 2,6 %.

S pomočjo odgovorov na vprašanje 17 anketnega vprašalnika, prikazanih na Sliki 23, ter s pomočjo odgovorov o hipotetični izbiri vzajemnega sklada, prikazanih na Sliki 20, in s pomočjo finančnih profilov anketiranih vlagateljev, prikazanih na Sliki 22, lahko potrdim tudi drugo navedeno hipotezo, ki pravi, *da so vlagatelji izbirali vzajemne sklade, ki ne ustrezajo njihovemu finančnemu profilu.*

Slika 23: Razporeditev sredstev anketiranih vlagateljev v vzajemnih skladih



Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

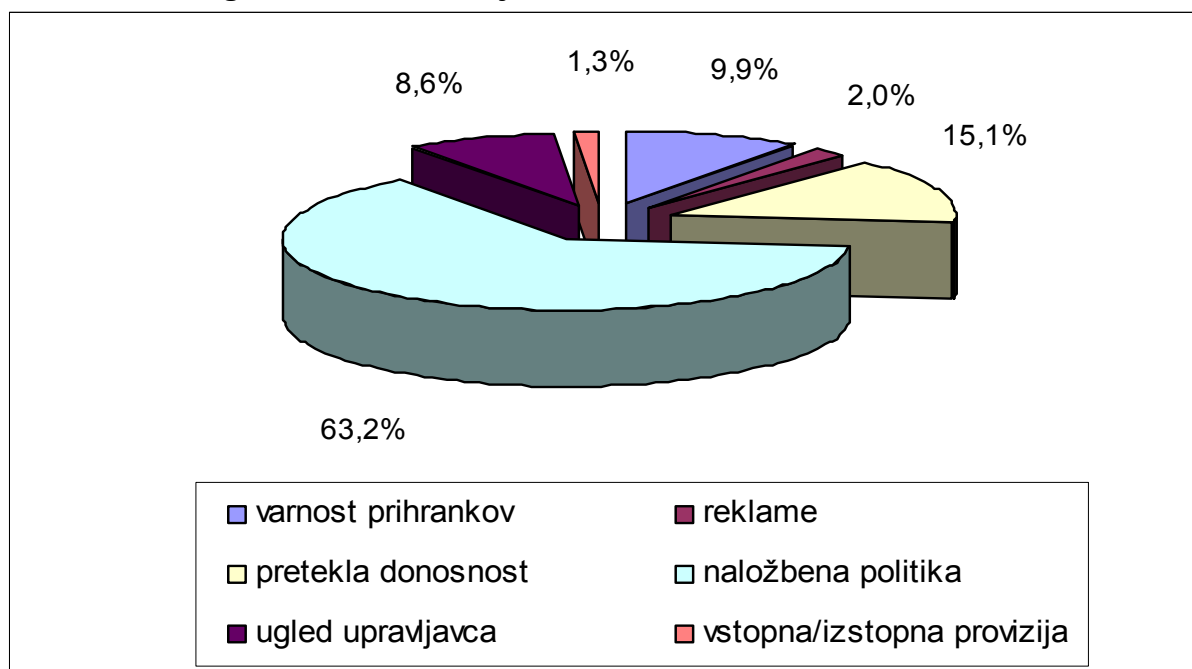
Glede na to, da anketirani vlagatelji izbirali vzajemne sklade, ki ne ustrezajo njihovemu finančnemu profilu, me je zanimalo, na podlagi česa so se odločili za navedene vzajemne sklade.

Kot prikazuje Slika 24⁷², se je skoraj dve tretjini anketiranih vlagateljev (63,2 %) za navedene vzajemne sklade odločilo na podlagi naložbene politike, s 15,1 % jim sledijo tisti, ki so se odločili na podlagi pretekle donosnosti. To se mi zdi kar visok odstotek, še posebej zato, ker imajo, kot smo videli pri analizi rezultatov o znanju in

⁷² Podatki na Sliki 24 temeljijo na 18. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

izkušnjah pri varčevanju v vzajemnih skladih, anketirani vlagatelji veliko znanja in izkušenj na tem področju. Zato bi se morali zavedati, da pretekle donosnosti vzajemnega sklada nikakor niso zagotovilo za prihodnje donosnosti. 9,9 % anketiranih vlagateljev se je odločilo zaradi varnosti prihrankov. Tudi ta rezultat je zanimiv, saj ima le 2,6 % anketiranih vlagateljev sredstva vložena v pretežno obvezniških vzajemnih skladih. 8,6 % anketiranih vlagateljev se je odločilo na podlagi ugleda upravljavca. Glede na kratko zgodovino vzajemnih skladov v Sloveniji, je to razumljivo. V tujini ima ugled upravljavca bistveno večjo veljavo. Saj je strokovnost upravljavca na dolgi rok zelo pomembna, na kratki rok pa pomeni malo. Izrazito bolj kot od sposobnosti upravljavca je donosnost vzajemnega sklada ali naložbenega portfelja odvisna od naložbene politike ali segmenta, v katerega vzajemni sklad vlaga svoja sredstva. 2 % anketiranih vlagateljev se je odločilo za navedene vzajemne sklade na podlagi reklame, le 1,3 % oz. 2 anketirana vlagatelja pa na podlagi vstopne oz. izstopne provizije.

Slika 24: Razlog za naložbo v vzajemni sklad



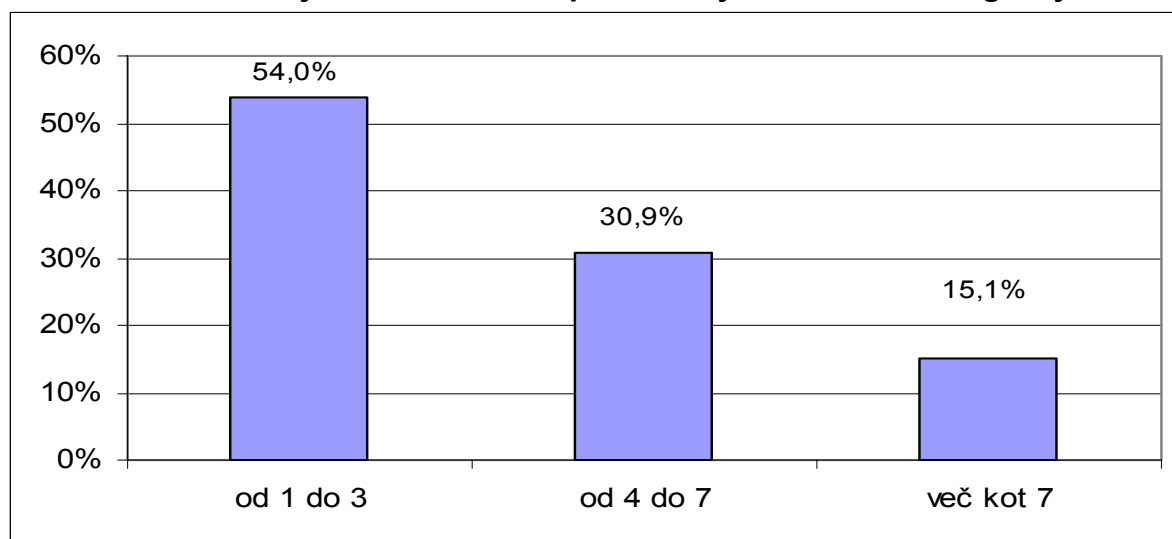
Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

Kot je že bilo poudarjeno v prejšnjih poglavjih magistrskega dela, se tveganja, s katerimi se pri vlaganju v vzajemne sklade sooča vlagatelj, lahko znižajo s primerno razpršitvijo premoženja. Koliko vzajemnih skladov imajo anketirani vlagatelji v svojem premoženju, kolikšen delež prihrankov imajo v vzajemnih skladih in koliko varčujejo v vzajemnih skladih glede na bančne vloge, je prikazano v nadaljevanju magistrskega dela.

Kot prikazuje Slika 25⁷³, več kot polovica anketiranih vlagateljev (54 %) vlaga sredstva v 1 do 3 vzajemne sklade, sledijo jim tisti, ki imajo v svojem premoženju od 4 do 7 vzajemnih skladov (30,9 %), 15,1 % oz. 23 anketiranih vlagateljev pa ima sredstva vložena v več kot sedmih vzajemnih skladih.

Kot je bilo že omenjeno v točki 3.3.3.2., je analitska agencija Morningstar v svoji študiji dokazala, da se z vlaganjem v štiri vzajemne sklade lahko doseže skoraj popolna razpršitev premoženja. Pogoji pa je, da imajo naložbene politike vzajemnih skladov medsebojno nizko korelacijo. Tako je z vidika zmanjšanja tveganja prevelike izpostavljenosti smiselno sestaviti premoženje iz različnih vzajemnih skladov, ki imajo svoje naložbene politike usmerjene v različne gospodarske panoge in različne regije. Če npr. nekdo vse prihranke vложи v štiri vzajemne sklade z naložbeno politiko opredeljeno na isto ozko geografsko področje, to nikakor ni ustrezna razpršitev premoženja. Zaradi visoke medsebojne korelacije bi bil podoben učinek, kot če bi sredstva vložil v en sam vzajemni sklad (glej tudi točko 3.3.3.1.) in tudi nesistematično tveganje se s takšno razpršitvijo naložb ne bi ustrezno zmanjšalo. Tveganje se lahko zmanjša tudi z ustrezno kombinacijo naložb (glej tudi točko 3.3.3.2.).

Slika 25: Število vzajemnih skladov v premoženju anketiranih vlagateljev



Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

Ključna odločitev posameznega vlagatelja je torej, v kolikšni meri in kako svoje prihranke na daljši rok razporediti v posamezne naložbene skupine, kot so vzajemni skladi, delnice, obveznice, bančne vloge in druge finančne naložbe. Od te odločitve bosta namreč prihodnja donosnost in tveganje prihrankov najbolj odvisna. Glede na to, da več kot 50 % anketiranih vlagateljev vlaga svoja sredstva v 1 do 3 vzajemne sklade, me je zanimalo kolikšen odstotek vseh prihrankov anketirani vlagatelji vlagajo

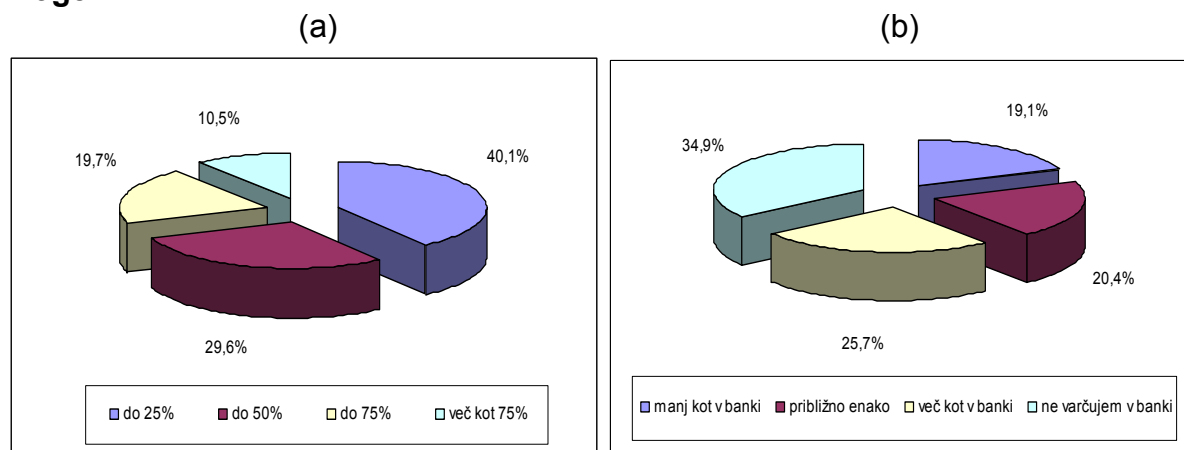
⁷³ Podatki na Sliki 25 temeljijo na 16. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

v vzajemne sklade ter koliko varčujejo v vzajemnih skladih glede na bančne vloge oz. kako razpršeno je njihovo premoženje.

Kot je razvidno iz Slike 26a⁷⁴, več kot ena tretjina anketiranih vlagateljev vlaga v vzajemne sklade do 25 % vseh prihrankov. Skoraj 30 % anketiranih vlagateljev vlaga v vzajemne sklade do 50 % vseh svojih prihrankov, skoraj enak odstotek anketiranih vlagateljev vlaga v vzajemne sklade več kot 50 % svojih prihrankov, in sicer do 75 % 19,7 % anketiranih vlagateljev, več kot 75 % pa 10,5 % oz. 16 anketiranih vlagateljev.

Ugotavljam, da anketirani vlagatelji vlagajo razmeroma visok odstotek svojih prihrankov v vzajemne sklade, saj 30 % anketiranih vlagateljev vlaga v vzajemne sklade več kot 50 % vseh svojih prihrankov. Anketirani vlagatelji, ki varčujejo v vzajemnih skladih, bistveno manj varčujejo v bankah, saj več kot ena tretjina anketiranih vlagateljev (34,9 %) v banki sploh ne varčuje, 25,7 % anketiranih vlagateljev v vzajemnih skladih varčuje več kot v banki, 20,4 % anketiranih vlagateljev varčuje v vzajemnih skladih približno enako kot na banki, le 19,1 % oz. 29 anketiranih vlagateljev varčuje v vzajemnih skladih manj kot v banki, kar prikazuje Slika 26b⁷⁵.

Slika 26: (a) Delež vseh prihrankov anketiranih vlagateljev v vzajemnih skladih in (b) Varčevanje anketiranih vlagateljev v vzajemnih skladih glede na bančne vloge



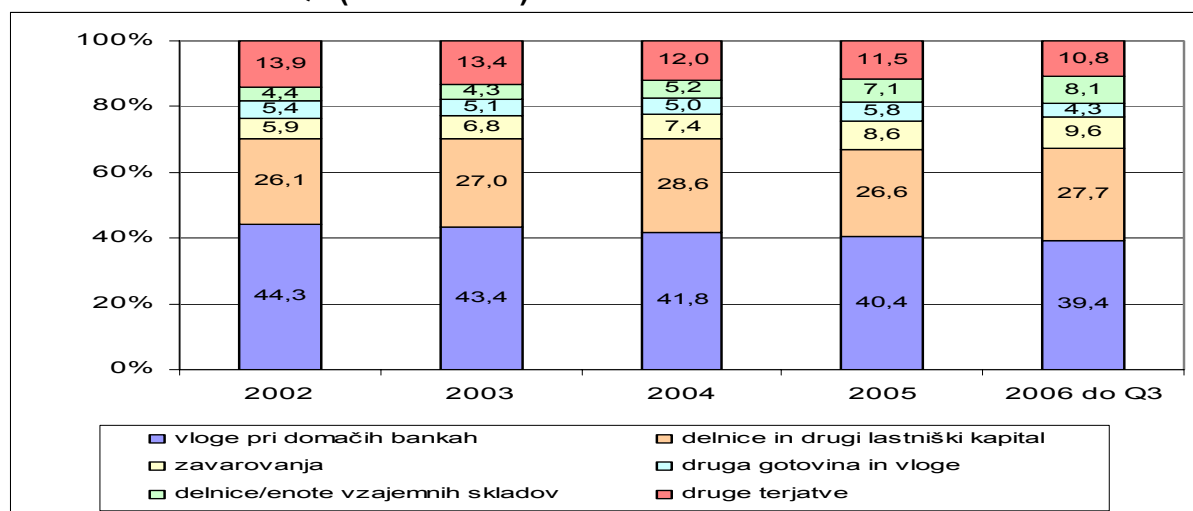
Vir: Lastna raziskava, avgust 2007.

Tudi po podatkih Banke Slovenije je razviden upad zanimanja za varčevanje v bankah. Po podatkih Banke Slovenije je bilo finančno premoženje slovenskih gospodinjstev konec septembra 2006 ocenjeno na 27,3 mrd EUR (Poročilo o finančni stabilnosti 2007, str. 11). Slika 27 prikazuje strukturo finančnih naložb gospodinjstev po instrumentih v odstotkih.

⁷⁴ Podatki na Sliki 26a temeljijo na 14. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

⁷⁵ Podatki na Sliki 26b temeljijo na 15. vprašanju anketnega vprašalnika (glej Prilogo 3).

Slika 27: Struktura finančnih naložb slovenskih gospodinjstev v letih 2002–2006 do Q3 (v odstotkih)



Vir: Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 11.

S Slike 27 je razvidno, da se varčevanje v bančnih vlogah zmanjšuje. Največji, čeprav upadajoči delež finančnega premoženja, predstavljajo vloge gospodinjstev pri slovenskih bankah. Delež vlog je od leta 2002 upadel za skoraj 5 odstotnih točk in dosegel 39,4 %. Najhitreje rastoči del imetij gospodinjstev predstavljajo naložbe v vzajemne sklade. Delež premoženja gospodinjstev v vzajemnih skladih se je v petih letih podvojil in dosegel 8,1 % (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 11). Razlogi za to so med drugim tudi vse večja prepoznavnost vzajemnih skladov, nizke obrestne mere in tudi konvergenca slovenskega gospodarstva k evroobmočju.

5.4. Povzetek najpomembnejših rezultatov raziskave

Rezultati moje raziskave kažejo, da želi povprečen slovenski vlagatelj, ki vlaga v vzajemne sklade, doseči visoko donosnost ob nizkem tveganju. Kot je bilo predstavljeno v prejšnjih poglavjih, z ekonomskega vidika to seveda ni mogoče.

Slovenski vlagatelji izkazujejo razmeroma visoko nagnjenost k tveganju pri vlaganju v vzajemne sklade, kar je razvidno že iz primerjave deleža prodaje delniških vzajemnih skladov med Slovenijo in Evropo. Medtem ko delniški vzajemni skladi v državah članicah EU tvorijo dobro tretjino prodaje vseh vzajemnih skladov, se v Sloveniji že več kot leto dni prodajajo skoraj izključno geografsko ozko specializirani delniški vzajemni skladi. Povpraševanju se je prilagodil tudi slovenski trg, kjer je prišlo do prevlade delniških vzajemnih skladov. Od 49 na novo oblikovanih slovenskih vzajemnih skladov v letu 2006 jih je kar 46 delniških (Poročilo o finančni stabilnosti 2007, str 120). Postavlja se vprašanje, ali se slovenski vlagatelji zavedajo vseh tveganj, ki so povezana z vlaganjem v vzajemne sklade. Rezultati raziskave kažejo, da si anketirani vlagatelji želijo visoke donosnosti, niso pa pripravljeni sprejeti visokega tveganja oziroma izgube vloženih sredstev, saj je skoraj 35 % anketiranih vlagateljev menilo, da se vrednost njihove naložbe ne sme znižati pod vložen

znesek, znižanje za največ 10 % pa je sprejemljivo za približno 30 % anketiranih vlagateljev. Po drugi strani pa kar 40 % anketiranih vlagateljev pričakuje v povprečju 12 % letno nominalno donosnost, več kot 12 % letne nominalne donosnosti pa pričakuje skoraj 26 % anketiranih vlagateljev, skupaj torej dve tretjini vseh vprašanih. S tem sem potrdila svojo prvo hipotezo, in sicer da vplačila v delniške vzajemne sklade v zadnjem letu skokovito naraščajo, pri čemer se vlagatelji ne zavedajo, da potencialno višje donosnosti pomenijo višje tveganje.

Rezultati raziskave tudi kažejo, da sta si deleža konzervativnih vlagateljev in zmernih vlagateljev med anketiranimi vlagatelji zelo podobna. Konzervativnih vlagateljev je približno 45 % in zmernih vlagateljev je približno 43 %, preostalih 12,5 % pa je dinamičnih, torej tistih, ki se ne bojijo tveganja pri vlaganju. Med anketiranimi vlagatelji so najbolj priljubljeni delniški vzajemni skladi, saj skoraj 68 % vprašanih vlaga svoja sredstva v pretežno delniške vzajemne sklade. Sledijo jim mešani vzajemni skladi, kjer plemeniti svoja sredstva približno 30 % vprašanih. Le 2,6 % vprašanih se je odločilo za vzajemne sklade s stabilno rastjo – obvezniške vzajemne sklade. Glede na to, da med anketiranimi vlagatelji prevladuje konzervativni tip vlagatelja ter da skoraj 74 % anketiranih vlagateljev daje prednost vzajemnim skladom s stabilno rastjo, bi po teoriji, predstavljeni v prejšnjih poglavjih magistrskega dela, anketirani vlagatelji morali imeti v prikazani razporeditvi sredstev v vzajemnih skladih večji delež obvezniških vzajemnih skladov in ne le 2,6-odstotnega deleža. S tem je bila potrjena moja druga hipoteza, ki pravi, da so vlagatelji izbirali vzajemne sklade, ki ne ustrezajo njihovemu finančnemu profilu.

Vzajemni skladi na slovenskem trgu v zadnjem letu beležijo rekordne neto prilive in to predvsem v ozko specializirane delniške vzajemne sklade. S tem seveda ni nič narobe, če se vlagatelji zavedajo da vlaganje v vzajemne sklade lahko prinaša poleg donosnosti tudi izgubo vloženih sredstev. Žal veliko vlagateljev naložbeno tveganje vidi šele, ko tečaji padajo. Zato v nadaljevanju magistrskega dela navajam nekaj praktičnih napotkov, ki naj bi vlagateljem olajšali izbiro ustreznega vzajemnega sklada.

6. TVEGANJU USTREZNA IZBIRA VZAJEMNEGA SKLADA

Po Boglu (1999, str. 58–59) mora vlagatelj pri izbiri vzajemnih skladov nameniti pozornost predvsem štirim elementom vlaganja, ki jih lahko nadzoruje: donosnost, tveganje, stroški in čas. Vlagatelj mora določiti, kakšno donosnost pričakuje in kakšno tveganje je pripravljen sprejeti. Upoštevati mora tudi stroške vlaganja, saj le-ti zmanjšajo donosnost. Četrta dimenzija, o kateri se mora odločiti, pa je čas, ki ga mora medsebojno primerjati z ostalimi tremi dimenzijami. Daljše kot je naložbeno obdobje, večje tveganje si vlagatelj lahko privošči. Navedeni štirje elementi so bolj podrobno predstavljeni v nadaljevanju magistrskega dela.

6.1. Opredelitev največje možne izgube

Pred odločitvijo za vlaganje v vzajemne sklade bi moral vlagatelj opredeliti izgubo vrednosti prihrankov, ki si jo lahko privošči glede na svoje finančne razmere in finančne cilje, ter izgubo vrednosti prihrankov, ki jo je sposoben prenesti glede na svoj odnos do tveganja. Kot je že bilo poudarjeno v prejšnjih poglavjih, je donosnost le nagrada za prevzemanje tveganja. To seveda pomeni, da višja, kot je donosnost vzajemnega sklada, višje je tveganje in s tem posledično manjša varnost prihrankov in obratno. Za lažje razumevanje tveganja je v nadaljevanju za ilustracijo v Tabeli 3 navedena primerjava povprečnih pozitivnih in negativnih donosnosti dveh največjih vzajemnih skladov na svetu. Indeksni vzajemni sklad Vanguard 500, sicer največji vzajemni sklad na svetu, je leta 2002 končal z 22,2-odstotnim padcem vrednosti, pred tem pa je v letih 2001 in 2002 izgubil 12 % oz. 9 %. Povprečni letni padec med letoma 2000 in 2002 je bil kar 14,6 %. Drugi največji vzajemni sklad je Fidelity Magellan. Največji padec je imel leta 1973, in sicer je izgubil kar 42,2 %. V letih 1972 do 1974 pa je v povprečju izgubil 18,7 % na leto (Gostiša, 2004).

Tabela 3: Primerjava pozitivnih in negativnih donosnosti dveh največjih vzajemnih skladov na svetu v obdobju od ustanovitve do leta 2004

Vzajemni sklad	Leto ustanovitve	Pozitivnih let	Negativnih let	Največji letni padec (%)	Najslabša tri leta (povp. v % na leto)	Donosnost zadnjih pet let (povp. v % na leto)	Povprečna letna donosnost od ustanovitve (v %)
Vanguard 500	1976	21	6	-22,15	-14,60	-2,30	12,16
Fidelity Magellan	1963	31	9	-42,18	-18,67	-3,28	18,95

Vir: Gostiša, 2004.

S primerom želim pokazati, da donosnosti vzajemnih skladov niso zagotovljene, ter da velikost vzajemnega sklada ni nobena garancija za uspeh. Celo največji in sicer uspešni vzajemni skladi imajo lahko daljša obdobja negativnih donosnosti. Pri odločitvi o naložbi v vzajemni sklad se vlagatelji prepogosto osredotočajo na preteklo donosnost in pri tem pozabljajo na tveganje. Tveganje pa je najlažje razumeti, če je grafično prikazano v dovolj dolgem reprezentativnem obdobju (torej ne le v času rasti, temveč tudi v času padcev; glej Sliko 11). Seveda se tveganje lahko zmanjša z ustrezno razpršitvijo in razporeditvijo naložb (glej tudi Sliko 7) ter ustrezno kombinacijo naložb (glej tudi točko 3.3.3.2.).

6.2. Stroški vlaganja v vzajemne sklade

Naslednji element, ki ga mora vlagatelj upoštevati pri izbiri vzajemnega sklada, so stroški vzajemnega sklada. Vzajemni skladi morajo vlagateljem v uradnih dokumentih sklada jasno predstaviti vse stroške. Stroške vzajemnega sklada lahko razdelimo na dve skupini, in sicer na tiste, ki jih vlagatelj plača neposredno⁷⁶ (ponavadi so to vstopni in izstopni stroški) in na stroške, ki se jih vlagatelj plača posredno⁷⁷ (ponavadi sta to upravljavska provizija in skrbniška provizija) in nastanejo v zvezi z opravljanjem storitev upravljanja vzajemnega sklada. Racionalen vlagatelj, ki namerava denar naložiti v vzajemni sklad dolgoročno, bo izbral vzajemni sklad z visokimi neposrednimi in nizkimi posrednimi stroški (povzeto po Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 117).

Za ponazoritev pomena višine posrednih stroškov je v nadaljevanju v Tabeli 4 prikazan hipotetični izračun. Predpostavke hipotetičnega izračuna so naslednje: opazujemo štiri delniške vzajemne sklade na istem trgu, ki imajo podobne naložbe v svojem premoženju, imajo enake povprečne donosnosti (12 % letno brez obremenitve z letno provizijo za upravljanje), različne upravljavske provizije, enake vstopne stroške (3 % oz. 5 %) ter nimajo izstopnih stroškov. Nadalje predpostavljamo, da se vlagatelj vsak dan v obdobju 30 let odpove enemu evru in zbran denar vsak konec meseca nakaže v upravljanje vzajemnemu skladu.

Tabela 4: Prikaz hipotetičnega primera – privarčevani zneski v delniških vzajemnih skladih z različnimi upravljavskimi provizijami in različnimi vstopnimi stroški v 30 letnem obdobju

Delniški vzajemni sklad	Letna provizija za upravljanje (v %)	Povprečna letna nominalna donosnost (v %)	Privarčevan znesek	
			3 % vstopni stroški (v EUR)	5 % vstopni stroški (v EUR)
1	4,5	7,5	39.749	38.929
2	3	9	54.004	52.891
3	1,6	10,4	72.649	71.148
4	0	12	103.089	100.964

Vir. Lubej, 2005a, str.13.

⁷⁶ V Slovenije so zakonsko omejeni samo izstopni stroški (3 %). Višina ostalih stroškov oz. provizij pa je prepuščena tržni konkurenci.

⁷⁷ Vzajemni skladi predstavijo prikaz celotnih stroškov poslovanja v koeficientu stroškov (ang. total expense ratio). Koeficient stroškov je razmerje med celotnimi stroški poslovanja vzajemnega sklada in povprečno čisto vrednostjo sredstev v upravljanju. Predstavlja odstotni delež povprečne čiste vrednosti sredstev, ki ga vzajemni sklad v določenem obdobju (mesecu, četrtletju, letu) porabi za plačilo upravljaviških in skrbniških provizij ter administrativnih in drugih operativnih stroškov. Koeficient stroškov ne zajema transakcijskih stroškov in tem stroškom primerljivih stroškov, ki jih poravnava vzajemni sklad pri prestrukturiranju svojega premoženja. Na slednje moramo biti pozorni pri primerjavi različne vrste vzajemnih skladov med seboj, saj imajo vzajemni skladi z visokim obratom premoženja (ang. portfolio turnover rate) oziroma aktivno politiko vlaganja višje stroške transakcij od vzajemnih skladov z nizkim obratom premoženja in enak koeficient stroškov še zdaleč ne pomeni, da bodo čiste donosnosti vzajemnih skladov tudi enake. Prav tako lahko na stroške vpliva velikost vzajemnega sklada. Majhni vzajemni skladi imajo navadno večje stroškovno razmerje kot veliki; pri teh se (zaradi njihove velikosti) provizija ali drugi stroški lahko porazdeljujejo na večji obseg njihovih sredstev.

Kot je razvidno iz Tabele 4, ima v 30-letnem obdobju upravljavška provizija v primerjavi z vstopnimi stroški bistveno večji vpliv na končno vrednost sredstev. Njen vpliv je z daljšanjem naložbenega horizonta čedalje večji, saj se zaračunava ves čas, medtem ko se vstopni stroški plačajo le pri vplačilu sredstev v vzajemni sklad.

6.3. Obdobje varčevanja

Četrta dimenzija, ki jo mora upoštevati vlagatelj pri izbiri vzajemnega sklada, pa je čas varčevanja, ki ga mora medsebojno primerjati z ostalimi tremi dimenzijami. Daljše kot je naložbeno obdobje, večje tveganje si vlagatelj lahko privošči. Zakaj je temu tako, je prikazano v nadaljevanju. Logika varčevanja temelji na odpovedovanju današnji potrošnji v korist bodoče potrošnje. Pri varčevanju v bančnih depozitih velja pravilo, da daljše, kot je obdobje varčevanja, večjo nagrado v obliki obresti varčevalec prejme.

Na kapitalskem trgu je drugače in dolžina obdobja je pomembna predvsem kot nevtralizator nihanj na finančnih trgih. Daljše kot je obdobje varčevanja npr. v delnicah, lažje je predvideti donosnost in vlagateljevo tveganje bo s tem nekoliko nižje (pretekli podatki namreč kažejo, da ne glede na ciklično gibanje svetovnih kapitalskih trgov, ti v daljšem obdobju vendarle beležijo trend rasti). Pri varčevanju v obveznicah, kjer kratkoročna nihanja niso tako izrazita, dolžina obdobja varčevanja igra postransko vlogo. Torej več kot je v vzajemnem skladu delnic, dolgoročneje naj bo varčevanje. Pomembnejši razlog za dolgoročno varčevanje pa je tudi v tem, da se z daljšanjem ročnosti varčevanja manjša verjetnost izgube.

Ena največjih nevarnosti, ki preži na vlagatelja pri dolgoročnem varčevanju je inflacijsko tveganje (tveganje, da bo vrednost prihrankov razvrednotila inflacija). Za lažjo predstavitev inflacijskega tveganja so v Tabeli 5 za ilustracijo navedeni podatki o vplivu 3,4-odstotne letne inflacijske stopnje na 1.000 USD v različno dolgih časovnih obdobjih. Kot je bilo že povedano, vzajemni skladi javno objavljajo podatke o nominalni donosnosti vzajemnih skladov, v katerih ni upoštevan vpliv inflacije.

Tabela 5: Realne vrednosti 1.000 USD pri 3,4-odstotni letni inflacijski stopnji v različno dolgih časovnih obdobjih

Leta varčevanja	5	10	15	20	25	30	35	40
Vrednost 1000 USD pri 3,4 odstotni letni inflacijski stopnji	846	716	606	512	433	367	310	263

Vir: A Guide to Understanding Mutual Funds, 2007, str. 25.

6.4. Davki

Čas varčevanja v vzajemnem skladu je pomemben tudi zaradi plačila davka, ki ga vlagatelj plača od doseženih donosov. Davčna stopnja je odvisna od tega, koliko časa je minilo od nakupa do prodaje enote premoženja oz. delnic vzajemnega sklada. Lestvica obdavčitve doseženega kapitalskega dobička je v Sloveniji po trenutni zakonodaji padajoča: če je minilo manj kot pet let 20 %, za obdobje 5 do 10 let 15 %, po desetih letih 10 %, po 15 letih 5 %, po preteku 20 let pa je vlagatelj oproščen plačila davka na kapitalski dobiček (Zakon o dohodnini, 2006).

In kako do uspešnega vlaganja v vzajemne sklade? Ključ do uspešnega vlaganja je bil in bo vedno enak. Najuspešnejši bo tisti vlagatelj, ki bo:

- znal pravilno presoditi svoje finančne razmere, finančne cilje, odnos do tveganja, svoje finančne naložbe pa bo razporedil tako, da bo prevzel toliko tveganja, kot si ga lahko privošči,
- premoženje dobro razpršil in varčeval na dolgi rok, na kratkoročne dogodke na kapitalskih trgih pa se ne bo pretirano odzival,
- znal naložbeno tveganje in pričakovane donosnosti naložbenih možnosti pravilno oceniti,
- na naložbah dosledno vztrajati.

V pričujočem magistrskem delu so bila predstavljena le osnovna priporočila, ki vlagateljem lahko pomagajo pri izbiri vzajemnega sklada. Vlagatelj pa si lahko pri izbiri vzajemnega sklada pomaga tudi z različnimi vprašalniki (eden takšnih je bil predstavljen tudi v magistrskem delu), s pomočjo katerih lahko oceni svoj odnos do tveganja. Ti vprašalniki so lahko koristno izhodišče za razmišljanje, ne morejo pa biti končno merilo za odločanje in ne morejo nadomestiti razgovora z dobro usposobljenim finančnim svetovalcem.

7. SKLEP

Varčevanje v vzajemnih skladih je v svetu že uveljavljena praksa, medtem ko slovenski vlagatelji šele v zadnjih letih spoznavajo prednosti, ki jih ta oblika varčevanja prinaša. Ena izmed bistvenih prednosti za vlagatelje, ki smo jih spoznali na začetku magistrskega dela, je tudi ta, da so vzajemni skladi ugodnejša in varnejša oblika vlaganja prihrankov v primerjavi z neposrednim vlaganjem v vrednostne papirje. Na ta način lahko vlagatelji, kljub razmeroma majhnim zneskom, dosežejo ustrezno mero razpršenosti in se izognejo nesistematičnemu tveganju.

Z rastjo zanimanja vlagateljev za varčevanje v vzajemnih skladih se povečuje tudi ponudba vzajemnih skladov na slovenskem tržišču tako, da je za povprečnega vlagatelja vedno težje izbrati primeren vzajemni sklad, ki bi ustrezal njegovemu

finančnemu profilu in mu omogočal ustrezno dolgoročno varčevanje. Eden izmed ciljev pričujočega magistrskega dela je bil med drugim podati temeljna pravila in potrebna znanja o vlaganju v vzajemne sklade, predvsem z vidika tveganja in donosnosti, ki naj bi jih imel posameznik, ki namerava prihranke vlagati v to naložbeno obliko.

Slovenski vlagatelji izkazujejo razmeroma visoko nagnjenost k tveganju pri vlaganju v vzajemne sklade. To je razvidno že iz primerjave deleža prodaje delniških vzajemnih skladov med Slovenijo in Evropo. Medtem ko delniški vzajemni skladi v državah članicah EU tvorijo dobro tretjino prodaje vseh vzajemnih skladov, se v Sloveniji že več kot leto dni prodajajo skoraj izključno geografsko ozko specializirani delniški vzajemni skladi.

To lahko nakazuje na to, da se vlagatelji ne zavedajo naložbenega tveganja, čeprav je to eden ključnih dejavnikov, ki je pri izbiri naložbe v vzajemni sklad vse preveč zapostavljen in ga je pri izboru optimalne kombinacije naložbe vsekakor potrebno upoštevati. Naložbeno tveganje pomeni, da je dejanska donosnost vzajemnega sklada lahko nižja od pričakovane. Za sprejemanje naložbenega tveganja vlagatelj prejme nagrado v obliki dodatne donosnosti. Pričakovana realna donosnost netvegane naložbe je približno enaka nič, s tveganjem pa pričakovana donosnost narašča. Naložba je za vlagatelja tem bolj dragocena, čim višjo pričakovano donosnost glede na tveganje ima. Ključno vprašanje torej je, ali obstaja način, kako razmerje med pričakovano donosnostjo in tveganjem povečati, se pravi ob danem tveganju doseči pričakovano donosnost in obratno. Kot je bilo prikazano v tem magistrskem delu, se to lahko stori z ustrezno kombinacijo naložb. Ustrezna izbira naložb oz. kombinacija naložb v vzajemne sklade je torej ključna in dejansko tudi najbolj zahtevna odločitev vlagatelja, ki se odloča za varčevanje v vzajemnih skladih.

Izbira vzajemnega sklada na podlagi pretekle donosnosti za prihodnost ničesar ne jamči, običajno pa vodi v izbor nadpovprečno tveganih naložb, ki ponavadi ne ustrezajo profilu vlagatelja z njemu lastno ravni tveganja. Treba je namreč vedeti, da pretekle donosnosti niso garancija za prihodnje donosnosti. Za vlagatelje pa je bistvenega pomena, da premoženje v vzajemne sklade razporedijo učinkovito in tako, da je sestava ustrezna njihovem finančnemu profilu. Pri izbiri vzajemnega sklada je dejansko potrebno upoštevati skupek dejavnikov, ki vplivajo na strateško razporeditev premoženja. Poleg osebnostnih lastnosti vlagatelja, kot so njegovi finančni cilji, finančne razmere, odnos do tveganja ter znanje in izkušnje, je potrebno upoštevati tudi vlagateljevo obstoječe premoženje. Vlagatelji naj bi pri izbiri vzajemnega sklada posebno pozornost posvetili predvsem štirim elementom vlaganja, ki jih lahko nadzorujejo, in sicer: donosnosti, tveganju, stroškom, ki nastanejo pri vlaganju, in časovnemu horizontu. Vlagatelj mora določiti, kakšno donosnost pričakuje in kakšno tveganje je pripravljen sprejeti. Upoštevati mora tudi stroške vlaganja, saj le-ti zmanjšajo donosnost. Četrta dimenzija, o kateri se mora

odločiti, pa je čas, ki ga mora medsebojno primerjati z ostalimi tremi dimenzijami. Daljše kot je naložbeno obdobje, večje tveganje si vlagatelj lahko privošči.

Opravljen raziskava je v veliki meri dala pričakovane odgovore na zastavljena vprašanja. Zaključna ugotovitev bi lahko bila, da povprečen slovenski vlagatelj, ki vlaga v vzajemne sklade, želi doseči visoko donosnost ob nizkem tveganju, kar pa z ekonomskega vidika ni mogoče. Raziskava, pa tudi praksa, sta tako potrdili hipotezi, ki sta bili zastavljeni v uvodnem delu, in sicer da vplačila v delniške vzajemne sklade v zadnjem letu skokovito naraščajo, pri čemer se vlagatelji ne zavedajo, da potencialno višje donosnosti pomenijo višje tveganje. Posledica tega pa je, da so vlagatelji izbirali vzajemne sklade, ki niso ustrezali njihovemu odnosu do tveganja.

Ugotavljam, da med slovenskimi vlagatelji, ki vlagajo v vzajemne sklade, manjka predvsem takih z zmernim odnosom do tveganja, ki niso zadovoljni z donosnostjo bančnega depozita, hkrati pa niso pripravljeni sprejeti zelo visokih tveganj. Ključ do tega pa je v izobraževanju in ozaveščanju vlagateljev, ki morajo o vzajemnih skladih pridobiti pravo predstavo. Tu lahko veliko vlogo odigrajo usposobljeni finančni svetovalci. Bistvo pa je v zavedanju, da sta tveganje in donosnost medsebojno povezana, kar pomeni, da višja kot je donosnost vzajemnega sklada, večje je tveganje in s tem posledično manjša varnost prihrankov.

Slovenci se po najrazličnejših raziskavah vse bolj zavedajo, da bodo morali za boljši jutri in predvsem za finančno preživetje v tretjem življenjskem obdobju poskrbeti sami. Rezultat tega je iz dneva v dan večje število prebivalcev, ki se zavedajo dejstva, da bančno varčevanje ni pravi način za plemenitenje denarja, temveč je namenjeno bolj ohranjanju le tega. To med drugim tudi vpliva na to, da so vzajemni skladi v Sloveniji že kar nekaj časa ena najpopularnejših oblik varčevanja in imajo po mojem mnenju še veliko možnosti za nadaljnji razvoj.

LITERATURA

1. Adajania Kayezad E. : Risk versus Return. [URL: <http://www.outlookmoney.com/scripts/IIH021C1.asp?sectionid=10&categoryid=3&articleid=4558>], 31. 10. 2003.
2. Anderson Seth C., Ahmed Parvez: Mutual Funds: Fifty Years of Research Findings. New York: Springer Science+Business Media, 2005. 165 str.
3. Baša Mitja: Delniški vzajemni skladi v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2007. 80 str.
4. Benz Christine, Di Teresa Peter, Kinnel Russel: Morningstar Guide to Mutual Funds. Hoboken: John Wiley & Sons, 2003. 286 str.
5. Berk Aleš et al.: Poslovne finance. 3. dopolnjena in popravljena izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2006. 296 str.
6. Berk Aleš, Peterlin Jožko, Ribarič Peter: Obvladovanje tveganj: skrivnosti celovitega pristopa. Ljubljana: GV Založba, 2005. 280 str.
7. Best Philip: Implementing Value at Risk. Chichester: John Willey & Sons, 1998. 208 str.
8. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. Sixth Edition. New York: McGraw-Hill, 2005. 1090 str.
9. Bogle John C.: Common Sense on Mutual Funds. New York: John Wiley & Sons, 1999. 468 str.
10. Bogle John C.: Bogle On Mutual Funds: New Perspectives For The Intelligent Investor. Burr Ridge: Irwin, 1994. 320 str.
11. Brealey Richard A., Myers Stewart C., Marcus Alen J.: Fundamentals of Corporate Finance. Third Edition. University of Phoenix: McGraw Hill, 2001. 639 str.
12. Bregar Lea, Ograjenšek Irena, Bavdaž Mojca: Metode raziskovalnega dela za ekonomiste: Izbrane teme. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2005. 183 str.
13. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Daves Phillip R.: Intermediate Financial Management. Sixth Edition. Fort Worth: Dryden Press, 1999. 1083 str.
14. Deželan Silva: Institucionalni vlagatelji med recesijo neradi tvegajo. Finance. [URL: <http://www.finance.si/print.php?tip=1&id=16855>], 20. 1. 2002.
15. Deželan Silva: Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 104 str.
16. Fabozzi Frank, Peterson Pamela: Financial Management and Analysis. Second Edition. Hoboken: John Wiley & Sons, 2003. 1007 str.
17. Fabozzi Frank: The Handbook of Financial Instruments. Hoboken: John Wiley & Sons, 2002. 847 str.
18. Ferš Nataša: Vsebina informacijskega sistema za upravljanje premoženja. Magistrsko delo. Ljubljana: Fakulteta za računalništvo in informatiko, 2003. 120 str.

19. Fink Arlene: How to Sample in Surveys. California: Sage Publications. Inc., 1995. 73 str.
20. Francis Jack C., Ibbotson Roger: Investments: A Global Perspective. Upper Saddle River: Prentice Hall International, 2002. 885 str.
21. Fredman Albert J., Wiles Russ: How Mutual Funds Work. Second Edition. New York: New York Institute of Finance, 1998. 394 str.
22. Fredman Albert J.: How Mutual Funds Work. New York: New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
23. Gitman Lawrence J., Joehnk Michael D.: Fundamentals Investing. Seventh Edition. Massachusetts: Addison-Wesley, 1999. 706 str.
24. Gostiša Jure: Vzajemni skladi ne zagotavljajo pozitivnega donosa vlagateljem. Finance. [URL: <http://www.finance.si/show.php?id=97743>], 6. 9. 2004.
25. Hagin Robert L.: Investment Management: Portfolio Diversification, Risk, and Timing – Fact and Fiction. Hoboken: John Willey & Sons, 2004. 304 str.
26. Haugen Robert A.: Modern Investment Theory. Englewood Cliffs: Prentice-Hall International, 1993. 730 str.
27. Jesenek Mateja: Vodnik za preračunljivo investiranje. Velenje: Pozoj, 2003. 160 str.
28. Karceski Jason: Returns-Chasing Behavior, Mutual Funds and Beta's Death. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Seattle, 37(2002), 4, str. 559-594.
29. Kleindienst Robert: Do dodatne »pokojnine« z vzajemnimi skladi. Bilten Naložbeni pregled NLB Skladi, Ljubljana, 2007, 3, str. 2-4.
30. Kleindienst Robert: Zmote in napake vlagateljev (II. del): Mit o zmagovalcih. Kapital.[URL:<http://www.revijakapital.com/kapital/poslovnefinance.php?idclanka=3895&oznaci=kleindienst>], 15. 5. 2006.
31. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana: GV založba, 2001. 542 str.
32. Levy Heim, Cohen Allon: On the Risk of Stocks in the Long Run. Revisited. The Journal of Portfolio Management, Spring, 1998, str. 60 – 69.
33. Lhabitant François-Serge: Hedge Funds: Quantitative Insights. Chichester: John Wiley & Sons, 2004. 336 str.
34. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. Maribor: Kapital, 2005. 143 str.
35. Lubej Samo: Pomembna je upravljavska provizija. Večer, priloga Premoženje, Maribor, april 2005a, str. 13.
36. Madura Jeff: Financial Institutions and Markets. Seventh Edition. Mason Ohio.: Thomson /South-Western, 2006. 771 str.
37. Malkiel Burton G.: A Random Walk Down Wall Street. New York: W. W. Norton & Company, 1999. 499 str.
38. Mishkin Frederic S.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Seventh Edition. Boston: Pearson cop., 2004. 679 str.

39. Mramor Dušan, et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
40. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 125 str.
41. Pastor Lubos, Stambaugh Robert F.: Mutual Funds Performance and Seemingly Unrelated Assets. *Journal of Financial Economics*, 63, 2002, str. 351-349.
42. Pozen Robert C.: *The Mutual Funds Business*. Cambridge: The MIT Press, 1999. 728 str.
43. Reilly Frank, Brown Keith: *Investment Analysis and Portfolio Management*. Seventh Edition. Fort Worth: Dryden Press, 2003. 1162 str.
44. Ribnikar Ivan: Odprti ali vzajemni investicijski skladi (instrumentov) denarnega trga. *Bančni vestnik*, Ljubljana, 1998, str. 50-52.
45. Rugg Donald D.: *The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds*. Homewood (Ill.): Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
46. Saunders Anthony, Cornett Millon Marcia: *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*. Boston. McGraw – Hill/Irwin, 2003. 778. str.
47. Sharpe William F., Alexander Gordon J.: *Investments*. Fourth Edition. New Jersey: Prentice - Hall International, 1990. 833 str.
48. Shein Jay L.: It is More Than Just Performance: Tracking Error and the Information Ratio. *The Journal of Investment Consulting*. Greenwood Village: Investment Management Consultants Association, June 2002, str. 18-22.
49. Strong Robert A.: *Portfolio Construction, Management, and Protection*. Thomson, 2003. 652 str.
50. Šalamun Andreja: Vse več Slovencev ima denar najraje kar doma. *Finance*. [URL: <http://www.finance.si/181855>], 16. 5. 2007.
51. Štor Marko: MP-SKLADI.SI. II. del: Panožni skladi. *Naložbene informacije*, Ljubljana, 2007, 2, str. 2.
52. UCITS 3 Risk Management. *Business Review*. Luxembourg, 2007, 36, str. 14-15.
53. Verbole Tine: Prednosti in pasti garantiranih naložb. *Moje finance*. [URL: <http://www.finance.si/index.php?MOD=show&id=182126>], 10. 5. 2007.
54. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov (1). *Bančni vestnik*, Ljubljana, 46 (1997), 11, str. 2-7.
55. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov (2). *Bančni vestnik*, Ljubljana, 46 (1997a), 12, str. 12-18.
56. Zobavnik Igor: *Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 126 str.

VIRI

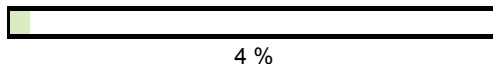
1. A Guide to Understanding Mutual Funds. Washington, DC: Investment Company Institute, 2006. 48 str.
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev.
[URL: <http://www.a-tvp.si>], 16. 4. 2007.
3. Austrian Investmentfund Market. Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften–VÖIG.
[URL: [http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be_97d/e28284baf9ef0087c1256c6f00606320/\\$FILE/Anlagziel2007E.xls](http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be_97d/e28284baf9ef0087c1256c6f00606320/$FILE/Anlagziel2007E.xls)], 17. 5. 2007.
4. Banka Slovenije.
[URL: <http://www.bsi.si>], 17. 5. 2007.
5. Direktiva Evropske komisije 85/611/EC z dne 20. 12. 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) – uradno prečiščeno in dopolnjeno besedilo, Bruselj: Office for Official Publications of the European Communities, 2002. 44. str.
6. Finance.si.
[URL: <http://www.finance.si/>], 7. 5. 2007.
7. Finančna točka.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/statistika.php>], 16. 4. 2007.
8. Greenwich Alternative Investments.
[URL: <http://www.greenwichai.com/GenPages/gvhindex43.aspx?vNode=8&vChild=3/>], 16. 4. 2007.
9. Investment Company Fact Book 2007. Washington, DC: Investment Company Institute, 2007. 169 str.
10. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=975&sid=7f6aq4dBVv1q7zw3/>], 7. 5. 2007.
11. Merrill Lynch.
[URL: http://www.ml.com/index.asp?id=7695_15125_17454/], 7. 5. 2007.
12. Ministrstvo za finance.
[URL: <http://www.mf.gov.si/slov/menice/rezult.htm#rez6>], 26. 7. 2007.
13. MorningStar.com.
[URL: <http://www.morningstar.com/>], 7. 5. 2007.
14. Naj bo "novinec", "drznež" ali "razumnik" - Slovenci stavijo na investicijske sklade. Raziskava GfK Gral-Iteo.
[URL: http://www.gfk.si/pr_raiffeisen.php], 14. 9. 2006.
15. Naložbene želje. Raziskava GfK Gral-Iteo.
[URL: http://www.gfk.si/4_2_lclank.php?cid=1599], 24. 7. 2006.
16. Pathtoinvesting.org.
[URL: <http://www.pathtoinvesting.org/>], 7. 5. 2007.

17. Poročilo o finančni stabilnosti. Ljubljana. Banka Slovenije, maj 2007. 140 str.
18. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, junij 2007. 44 str.
19. Questionpro.com.
[URL: <http://www.questionpro.com/>], 8. 6. 2007.
20. Siol.net.
[URL: <http://www.siol.net/>], 1. 7. 2007.
21. Sklep o načinu in pogojih za trženje in oglaševanje investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 52/07).
22. Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2006 and Results for the Full Year 2006. Brussels: European Fund and Asset Management Association - EFAMA, 2007. 8 str.
23. Vzajemci.com.
[URL: <http://www.vzajemci.com/>], 1. 7. 2007.
24. Worldwide Investment Fund Assets and Flows: Trends in the Fourth Quarter of 2006. Brussels: European Fund and Asset Management Association - EFAMA, 2007. 8 str.
25. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 117/06).
26. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje - ZISDU-1 (Uradni list RS, št. 26/05 - ZISDU-1-UPB1, 68/05-odločba US, 28/06 – ZTVP-1B, 114/06 – ZUE in 92/07 – ZISDU-1B).
27. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje - ZISDU-1B (Uradni list RS, št. 92/07).

PRILOGE

PRILOGA 1: Anketni vprašalnik

Questions marked with a * are required



ANKETNI VPRAŠALNIK

Pozdravljeni! Povabljeni ste, da sodelujete v raziskavi na **temo analiza vlaganja slovenskih vlagateljev v vzajemne sklade glede na njihov odnos do tveganja**. Raziskava obsega kratek vprašalnik. **Pogoj za sodelovanje v raziskavi je, da vlagate sredstva v vzajemne sklade**. Možen je odgovor samo na eno vprašanje. Za izpolnitev vprašalnika je potrebnih približno **5 minut**. Vaša udeležba v raziskavi je povsem **prostovoljna in anonimna**. Če vam pri odgovarjanju na vprašanja kljub temu postane neprijetno, lahko izpolnjevanje vprašalnika v vsakem trenutku prekinete. Če imate vprašanja glede raziskave, mi lahko pišete na anketa_vs@yahoo.com. Najlepša hvala za vaš čas in podporo pri raziskavi. Za začetek raziskave kliknite na spodnji gumb. *

I. PROFIL VLAGATELJA

1. Za kaj nameravate varčevati? *

- ☐ A. varčevati za starost
- ☐ B. varčevati za nakup nepremičnine
- ☐ C. varčevati za potrebe otrok
- ☐ D. varčevati za sprotne potrebe
- ☐ E. varčevati za luksuzne dobrine
- ☐ F. drugo

2. Kolikšno znižanje vrednosti naložbe v obdobju varčevanja je za vas še sprejemljivo? *

- ☐ A. vrednost naložbe se ne sme znižati pod vložen znesek
- ☐ B. znižanje za največ 10 %
- ☐ C. znižanje za največ 25 %
- ☐ D. znižanje za več kot 25 %

3. Kolikšna povprečna letna donosnost bi vas zadovoljila (višja pričakovana donosnost je povezana z višjim tveganjem)? *

- ☐ A. donosnost, ki bi bila višja od donosnosti bančnega depozita

- ☐ B. v povprečju 7 % nominalno
- ☐ C. v povprečju 12 % nominalno
- ☐ D. več kot 12 % nominalno

4. V katerem primeru bi zaradi negativnih donosov najverjetneje unovčili naložbo v vzajemni sklad pred potekom načrtovanega obdobja varčevanja? *

- ☐ A. vzajemni sklad bi imel negativni donos največ šest mesecev zapored
- ☐ B. vzajemni sklad bi imel negativni donos največ leto dni
- ☐ C. vzajemni sklad bi imel negativni donos največ tri leta zapored
- ☐ D. ne bi izstopil(-a) pred načrtovanim potekom obdobja varčevanja

5. Kje imate trenutno naloženo večino prihrankov? *

- ☐ A. pretežno v denarju, na računu in bančnih vlogah
- ☐ B. pretežno v obveznicah, obvezniških vzajemnih skladih
- ☐ C. pretežno v delnicah, obveznicah, mešanih vzajemnih skladih
- ☐ D. pretežno v delnicah, delniških vzajemnih skladih

6. Izberite eno izmed naslednjih naložbenih možnosti, glede na vaša pričakovanja (podane so najvišja in najnižja možna ter pričakovana realna donosnost naložbe v naslednjih petih letih).

.....Naložba.....Pričakovana donosnost.....Najvišja možna donosnost.....Najnižja možna donosnost *

- ☐ A.....100 %.....200 %.....- 50 %.....
- ☐ B.....60 %.....100 %.....- 30 %.....
- ☐ C.....45 %.....70 %.....- 10 %.....
- ☐ D.....20 %.....25 %.....15 %.....

7. Kdaj nameravate unovčiti vašo naložbo? *

- ☐ A. pred iztekom treh let
- ☐ B. v obdobju od treh do petih let
- ☐ C. v obdobju od petih do sedmih let
- ☐ D. pozneje kakor v sedmih letih

8. Kakšne so vaše izkušnje z varčevanjem v vrednostnih papirjih oz. investicijskih skladih? *

- ☐ A. do sedaj na ta način še nisem varčeval(-a)
- ☐ B. imam manjše izkušnje
- ☐ C. imam srednje velike izkušnje
- ☐ D. na ta način varčujem že dlje časa

9. S tržnim, valutnim, obrestnim, likvidnostnim tveganjem in drugimi tveganji v zvezi z naložbo v vzajemne sklade sem: *

- ☐ A. zelo dobro seznanjen(-a)
- ☐ B. dobro seznanjen(-a)
- ☐ C. manj seznanjen(-a)
- ☐ D. slabo seznanjen(-a)

10. kakšno je vaše poznavanje področja vrednostnih papirjev, borznih dogajanj in investicijskih skladov? *

- ☐ A. zelo dobro
- ☐ B. dobro
- ☐ C. slabo
- ☐ D. zelo slabo

11. Koliko časa vlagate sredstva v vzajemne sklade? *

- ☐ A. od letos
- ☐ B. več kot 1 leto
- ☐ C. več kot 3 leta
- ☐ D. več kot 5 let

12. Predpostavite, da ste pred letom dni vložili vaše prihranke v vzajemni sklad, ta vzajemni sklad pa je imel v zadnjem letu negativno donosnost. Kaj bi storili v tem primeru? *

- ☐ A. dvignil(-a) bi vse kar sem vložil(-a), ker ne bi želel(-a) izgubiti več
- ☐ B. počakal(-a) bi da začne donosnost spet naraščati in potem bi nadaljeval(-a) z vlaganjem
- ☐ C. v vzajemni sklad bi nalagal(-a) podobno kot sedaj
- ☐ D. ne vem

13. Za katerega izmed spodaj navedenih vzajemnih skladov bi se odločili v tem trenutku? *

- ☐ A. za vzajemni sklad z razmeroma stabilno donosnostjo
- ☐ B. za vzajemni sklad z zelo spreminjajočo, nestabilno donosnostjo (padci in rasti)
- ☐ C. ne vem

II. VARČEVANJE V VZAJEMNIH SKLADIH

14. Kakšen % vseh prihrankov vlagate v vzajemne sklade? *

- ☐ A. do 25 %
- ☐ B. do 50 %
- ☐ C. do 75 %
- ☐ D. več kot 75 %

15. Koliko varčujete v vzajemnih skladih glede na bančne vloge? *

- ☐ A. manj kot v banki
- ☐ B. približno enako
- ☐ C. več kot v banki
- ☐ D. ne varčujem v banki

16. V koliko vzajemnih skladov vlagate sredstva? *

- ☐ A. od 1 do 3
- ☐ B. od 4 do 7
- ☐ C. več kot 7

17. V katere vrste vzajemnih skladov vlagate večino sredstev? *

- ☐ A. pretežno obvezniške vzajemne sklade
- ☐ B. pretežno mešane vzajemne sklade
- ☐ C. pretežno delniške vzajemne sklade

18. Kaj najbolj vpliva na vašo odločitev za naložbo v vzajemni sklad? *

- ☐ A. varnost prihrankov
- ☐ B. pretekla donosnost
- ☐ C. naložbena politika
- ☐ D. reklame
- ☐ E. vstopna/izstopna provizija
- ☐ F. ugled upravljavca

III. DEMOGRAFSKI PODATKI

19. Spol *

- ☐ A. moški
- ☐ B. ženska

20. Starost vlagatelja *

- ☐ A. do 30 let
- ☐ B. 31 do 40 let
- ☐ C. 41 do 50 let
- ☐ D. 51 do 60 let
- ☐ E. nad 60 let

21. Dosežena izobrazba *

- ☐ A. osnovna šola ali manj
- ☐ B. srednješolska izobrazba
- ☐ C. višja/visoka/univerzitetna
- ☐ D. specializacija/magisterij
- ☐ E. doktorat

Raziskava je končana, hvala za vaše odgovore! Najlepša hvala za sodelovanje. Amra Džamastagić.

PRILOGA 2: Vprašalnik o finančnem profilu vlagatelja

1. Kolikšno znižanje vrednosti naložbe v obdobju varčevanja je za vas še sprejemljivo?

- ☐ A. vrednost naložbe se ne sme znižati pod vložen znesek
- ☐ B. znižanje za največ 10 %
- ☐ C. znižanje za največ 25 %
- ☐ D. znižanje za več kot 25 %

2. Kolikšna povprečna letna donosnost bi vas zadovoljila (višja pričakovana donosnost je povezana z višjim tveganjem)?

- ☐ A. donosnost, ki bi bila višja od donosnosti bančnega depozita
- ☐ B. v povprečju 7 % nominalno
- ☐ C. v povprečju 12 % nominalno
- ☐ D. več kot 12 % nominalno

3. V katerem primeru bi zaradi negativnih donosov najverjetneje unovčili naložbo v vzajemni sklad pred potekom načrtovanega obdobja varčevanja?

- ☐ A. vzajemni sklad bi imel negativni donos največ šest mesecev zapored
- ☐ B. vzajemni sklad bi imel negativni donos največ leto dni
- ☐ C. vzajemni sklad bi imel negativni donos največ tri leta zapored
- ☐ D. ne bi izstopil(-a) pred načrtovanim potekom obdobja varčevanja

4. Kje imate trenutno naloženo večino prihrankov?

- ☐ A. pretežno v denarju, na računu in bančnih vlogah
- ☐ B. pretežno v obveznicah, obvezniških vzajemnih skladih
- ☐ C. pretežno v delnicah, obveznicah, mešanih vzajemnih skladih
- ☐ D. pretežno v delnicah, delniških vzajemnih skladih

5. Izberite eno izmed naslednjih naložbenih možnosti, glede na vašo pričakovanja (podane so najvišja in najnižja možna ter pričakovana realna donosnost naložbe v naslednjih petih letih).

.....Naložba.....Pričakovana donosnost.....Najvišja možna donosnost.....Najnižja možna donosnost

- ☐ A.....20 %.....25 %.....15 %.....
- ☐ B.....45 %.....70 %.....- 10 %.....
- ☐ C.....60 %.....100 %.....- 30 %.....
- ☐ D.....100 %.....200 %.....- 50 %.....

6. Kdaj nameravate unovčiti vašo naložbo?

- ☐ A. pred iztekom treh let
- ☐ B. v obdobju od treh do petih let
- ☐ C. v obdobju od petih do sedmih let
- ☐ D. pozneje kakor v sedmih letih

7. Kakšne so vaše izkušnje z varčevanjem v vrednostnih papirjih oz. investicijskih skladih?

- ☐ A. do sedaj na ta način še nisem varčeval(-a)
- ☐ B. imam manjše izkušnje
- ☐ C. imam srednje velike izkušnje
- ☐ D. na ta način varčujem že dlje časa

8. S tržnim, valutnim, obrestnim, likvidnostnim tveganjem in drugimi tveganji v zvezi z naložbo v vzajemne sklade sem:

- ☐ A. slabo seznanjen(-a)
- ☐ B. manj seznanjen(-a)
- ☐ C. dobro seznanjen(-a)
- ☐ D. zelo dobro seznanjen(-a)

9. kakšno je vaše poznavanje področja vrednostnih papirjev, borznih dogajanj in investicijskih skladov?

- ☐ A. zelo slabo
☐ B. slabo
☐ C. dobro
☐ D. zelo dobro

10. Koliko časa vlagate sredstva v vzajemne sklade?

- ☐ A. od letos
☐ B. več kot 1 leto
☐ C. več kot 3 leta
☐ D. več kot 5 let

11. Predpostavite, da ste pred letom dni vložili vaše prihranke v vzajemni sklad, ta vzajemni sklad pa je imel v zadnjem letu negativno donosnost. Kaj bi storili v tem primeru?

- ☐ A. dvignil(-a) bi vse kar sem vložil(-a), ker ne bi želel(-a) izgubiti več
☐ B. ne vem
☐ C. počakal(-a) bi da začne donosnost spet naraščati in potem bi nadaljeval(-a) z vlaganjem
☐ D. v vzajemni sklad bi nalagal(-a) podobno kot sedaj

12. Za katerega izmed spodaj navedenih vzajemnih skladov bi se odločili v tem trenutku?

- ☐ A. za vzajemni sklad z razmeroma stabilno donosnostjo
☐ B. ne vem
☐ C. za vzajemni sklad z zelo spreminjajočo, nestabilno donosnostjo (padci in rasti)

Rezultati:

- (a) odgovori _____ X 1 = _____ TOČK
(b) odgovori _____ X 2 = _____ TOČK
(c) odgovori _____ X 3 = _____ TOČK
(d) odgovori _____ X 4 = _____ TOČK
skupaj _____ = _____ TOČK

Število točk

Tip vlagatelja

12 - 27	Konzervativni vlagatelj
28 - 38	Zmerni vlagatelj
39 - 47	Dinamični vlagatelj

PRILOGA 3: Rezultati empirične raziskave profilov slovenskih vlagateljev v vzajemne sklade

Survey Statistics	
Viewed	308
Started	223
Completed	152
Completion Rate	68.16 %
Drop Outs (After Starting)	71
Average time taken to complete survey : 5 minute(s)	

1. Za kaj nameravate varčevati?

Frequency Analysis					20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
	Answer	Count	Percent						
1.	A. varčevati za starost	56	36.84 %						
2.	B. varčevati za nakup nepremičnine	45	29.61 %						
3.	C. varčevati za potrebe otrok	7	4.61 %						
4.	D. varčevati za sprotne potrebe	5	3.29 %						
5.	E. varčevati za luksuzne dobrine	16	10.53 %						
6.	F. drugo	23	15.13 %						
	Total	152	100 %						

2. Kolikšno znižanje vrednosti naložbe v obdobju varčevanja je za vas še sprejemljivo?

Frequency Analysis								
	Answer	Count	Percent	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
1.	A. vrednost naložbe se ne sme znižati pod vložen znesek	53	34.87 %					
2.	B. znižanje za največ 10 %	44	28.95 %					
3.	C. znižanje za največ 25 %	29	19.08 %					
4.	D. znižanje za več kot 25 %	26	17.11 %					
	Total	152	100 %					

3. Kolikšna povprečna letna donosnost bi vas zadovoljila (višja pričakovana donosnost je povezana z višjim tveganjem)?

Frequency Analysis								
	Answer	Count	Percent	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
1.	A. donosnost, ki bi bila višja od donosnosti bančnega depozita	11	7.24 %					
2.	B. v povprečju 7 % nominalno	39	25.66 %					
3.	C. v povprečju 12 % nominalno	61	40.13 %					
4.	D. več kot 12 % nominalno	41	26.97 %					
	Total	152	100 %					

4. V katerem primeru bi zaradi negativnih donosov najverjetneje unovčili naložbo v vzajemni sklad pred potekom načrtovanega obdobja varčevanja?

Frequency Analysis								
	Answer	Count	Percent	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
1.	A. vzajemni sklad bi imel negativni donos največ šest mesecev zapored	35	23.03 %					
2.	B. vzajemni sklad bi imel negativni donos največ leto dni	37	24.34 %					
3.	C. vzajemni sklad bi imel negativni donos največ tri leta zapored	20	13.16 %					
4.	D. ne bi izstopil(-a) pred načrtovanim potekom obdobja varčevanja	60	39.47 %					
	Total	152	100 %					

5. Kje imate trenutno naloženo večino prihrankov?

Frequency Analysis								
	Answer	Count	Percent	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
1.	A. pretežno v denarju, na računu in bančnih vlogah	33	21.71 %					
2.	B. pretežno v obveznicah, obvezniških vzajemnih skladih	6	3.95 %					
3.	C. pretežno v delnicah, obveznicah, mešanih vzajemnih skladih	37	24.34 %					
4.	D. pretežno v delnicah, delniških vzajemnih skladih	76	50.00 %					
	Total	152	100 %					

6. Izberite eno izmed naslednjih možnosti, glede na vaša pričakovanja (podane so najvišja in najnižja možna ter pričakovana realna donosnost naložbe v naslednjih petih letih).

Frequency Analysis					
	Answer	Count	Percent	20%	40% 60% 80% 100%
1.	A. Pričakovana donosnost 100% Najvišja možna donosnost 200% Najnižja možna donosnost -50%	23	15.13%		
2.	B. Pričakovana donosnost 60% Najvišja možna donosnost 100% Najnižja možna donosnost -30%	42	27.63%		
3.	C. Pričakovana donosnost 45% Najvišja možna donosnost 70% Najnižja možna donosnost -10%	52	34.21%		
4.	D. Pričakovana donosnost 20% Najvišja možna donosnost 25% Najnižja možna donosnost 15%	35	23.03%		
	Total	152	100%		

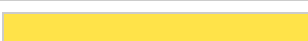
7. Kdaj nameravate unovčiti vašo naložbo?

Frequency Analysis					
	Answer	Count	Percent	20 %	40 % 60 % 80 % 100 %
1.	A. pred iztekom treh let	19	12.50 %		
2.	B. v obdobju od treh do petih let	42	27.63 %		
3.	C. v obdobju od petih do sedmih let	33	21.71 %		
4.	D. pozneje kakor v sedmih letih	58	38.16 %		
	Total	152	100 %		

8. Kakšne so vaše izkušnje z varčevanjem v vrednostnih papirjih oz. investicijskih skladih?

Frequency Analysis								
	Answer	Count	Percent	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
1.	A. do sedaj na ta način še nisem varčeval(-a)	20	13.16 %					
2.	B. imam manjše izkušnje	34	22.37 %					
3.	C. imam srednje velike izkušnje	43	28.29 %					
4.	D. na ta način varčujem že dlje časa	55	36.18 %					
	Total	152	100 %					

9. S tržnim, valutnim, obrestnim, likvidnostnim tveganjem in drugimi tveganji v zvezi z naložbo v vzajemne sklade sem:

Frequency Analysis								
	Answer	Count	Percent	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
1.	A. zelo dobro seznanjen(-a)	42	27.63 %					
2.	B. dobro seznanjen(-a)	88	57.89 %					
3.	C. manj seznanjen(-a)	17	11.18 %					
4.	D. slabo seznanjen(-a)	5	3.29 %					
	Total	152	100 %					

10. Kakšno je vaše poznavanje področja vrednostnih papirjev, borznih dogajanj in investicijskih skladov?

Frequency Analysis				
	Answer	Count	Percent	20 % 40 % 60 % 80 % 100 %
1.	A. zelo dobro	31	20.39 %	
2.	B. dobro	96	63.16 %	
3.	C. slabo	24	15.79 %	
4.	D. zelo slabo	1	0.66 %	
	Total	152	100 %	

11. Koliko časa vlagate sredstva v vzajemne sklade?

Frequency Analysis				
	Answer	Count	Percent	20 % 40 % 60 % 80 % 100 %
1.	A. od letos	28	18.42 %	
2.	B. več kot 1 leto	32	21.05 %	
3.	C. več kot 3 leta	50	32.89 %	
4.	D. več kot 5 let	42	27.63 %	
	Total	152	100 %	

12. Predpostavite, da ste pred letom dni vložili vaše prihranke v vzajemni sklad, ta vzajemni sklad pa je imel v zadnjem letu negativno donosnost. Kaj bi storili v tem primeru?

Primer 1: Izadajem ista negativna donosnost, kaj bi storil v tem primeru?

Frequency Analysis								
	Answer	Count	Percent	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
1.	A. dvignil(-a) bi vse kar sem vložil(-a), ker ne bi želel(-a) izgubiti ve?	26	17.11 %					
2.	B. počakal(-a) bi da začne donosnost spet naraščati in potem bi nadaljeval(-a) z vlaganjem	56	36.84 %					
3.	C. v vzajemni sklad bi nalagal(-a) podobno kot sedaj	61	40.13 %					
4.	D. ne vem	9	5.92 %					
	Total	152	100 %					

13. Za katerega izmed spodaj navedenih vzajemnih skladov bi se odločili v tem trenutku?

Frequency Analysis								
	Answer	Count	Percent	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
1.	A. za vzajemni sklad z razmeroma stabilno donosnostjo	112	73.68 %					
2.	B. za vzajemni sklad z zelo spreminjajočo, nestabilno donosnostjo (padci in rasti)	28	18.42 %					
3.	C. ne vem	12	7.89 %					
	Total	152	100 %					

14. Kakšen % vseh prihrankov vlagate v vzajemne sklade

Frequency Analysis				
	Answer	Count	Percent	20 % 40 % 60 % 80 % 100 %
1.	A. do 25 %	61	40.13 %	
2.	B. do 50 %	45	29.61 %	
3.	C. do 75 %	30	19.74 %	
4.	D. več kot 75 %	16	10.53 %	
	Total	152	100 %	

15. Koliko varčujete v vzajemnih skladih glede na bančne vloge?

Frequency Analysis				
	Answer	Count	Percent	20 % 40 % 60 % 80 % 100 %
1.	A. manj kot v banki	29	19.08 %	
2.	B. približno enako	31	20.39 %	
3.	C. več kot v banki	39	25.66 %	
4.	D. ne varčujem v banki	53	34.87 %	
	Total	152	100 %	

16. V koliko vzajemnih skladov vlagate sredstva?

Frequency Analysis				
	Answer	Count	Percent	20 % 40 % 60 % 80 % 100 %
1.	A. od 1 do 3	82	53.95 %	
2.	B. od 4 do 7	47	30.92 %	
3.	C. več kot 7	23	15.13 %	
	Total	152	100 %	

17. V katere vrste vzajemnih skladov vlagate večino sredstev?

Frequency Analysis					20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
	Answer	Count	Percent						
1.	A. pretežno obvezniške vzajemne sklade	4	2.63 %						
2.	B. pretežno mešane vzajemne sklade	45	29.61 %						
3.	C. pretežno delniške vzajemne sklade	103	67.76 %						
	Total	152	100 %						

18. Kaj najbolj vpliva na vašo odločitev za naložbo v vzajemni sklad?

Frequency Analysis					20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
	Answer	Count	Percent						
1.	A. varnost prihrankov	15	9.87 %						
2.	B. pretekla donosnost	23	15.13 %						
3.	C. naložbena politika	96	63.16 %						
4.	D. reklame	3	1.97 %						
5.	E. vstopna/izstopna provizija	2	1.32 %						
6.	F. ugled upravljavca	13	8.55 %						
	Total	152	100 %						

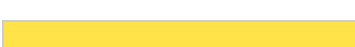
19. Spol

Frequency Analysis					20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
	Answer	Count	Percent						
1.	A. moški	104	68.42 %						
2.	B. ženska	48	31.58 %						
	Total	152	100 %						

20. Starost vlagatelja

Frequency Analysis				
	Answer	Count	Percent	20 % 40 % 60 % 80 % 100 %
1.	A. do 30 let	53	34.87 %	
2.	B. 31 do 40 let	70	46.05 %	
3.	C. 41 do 50 let	19	12.50 %	
4.	D. 51 do 60 let	6	3.95 %	
5.	E. nad 60 let	4	2.63 %	
	Total	152	100 %	

21. Dosežena izobrazba

Frequency Analysis				
	Answer	Count	Percent	20 % 40 % 60 % 80 % 100 %
1.	A. osnovna šola ali manj	1	0.66 %	
2.	B. srednješolska izobrazba	32	21.05 %	
3.	C. višja/visoka/univerzitetna	92	60.53 %	
4.	D. specializacija/magisterij	23	15.13 %	
5.	E. doktorat	4	2.63 %	
	Total	152	100 %	

Slovar tujih izrazov

aggressive growth funds – skladi agresivne rasti
appraisal ratio – cenitveni koeficient uspešnosti
balanced funds – uravnoteženi vzajemni skladi
benchmark – primerjalno premoženje oz. primerjalna osnova za ocenjevanje uspešnosti vzajemnega sklada npr. drug vzajemni sklad ali borzni indeks s podobno naložbeno sestavo
bond funds – dolžniški ali obvezniški vzajemni skladi
Capital Asset Pricing Model – model določanja cen dolgoročnih naložb
conservative growth funds – skladi stabilne rasti
downside risk – tveganje padca vrednosti
efficient frontier – meja učinkovitosti
efficient set – učinkovit zbir naložb
emerging market funds – skladi razvijajočih se trgov
equity funds - lastniški ali delniški vzajemni skladi
exchange traded funds (ETF) – kotirajoči indeksni skladi
feasible set – razpoložljivi zbir naložb
fund of funds – skladi skladov
growth funds – skladi rasti
hedge funds – hedge skladi
hybrid mutual funds – mešani vzajemni skladi
income funds – dohodkovni skladi
information ratio – informacijski kazalec
junk bonds – visokotvegane obveznice
maksimum drawdown – največji nihaj navzdol
moderate growth funds – skladi zmerne rasti
money market funds – skladi instrumentov denarnega trga
performance oriented incentive fee – provizija za uspešnost (dobri poslovni rezultati sklada), ki jo prejme upravljavec sklada
portfolio turnover rate – stopnja obrata naložb vzajemnega sklada
regional equity funds – regionalni delniški skladi
risk averse investors – tveganju nenaklonjeni vlagatelji
risk lovers investors – tveganju naklonjeni vlagatelji
risk neutral investors – do tveganja nevtralni vlagatelji
risk-adjusted performance – tveganju prilagojena donosnost
sector funds – panožni ali sektorski skladi
snowball sampling – slučajnostno vzorčenje, kepanje
stock picking – izbiranje delnic
systematic risk – sistematično tveganje
total expense ratio – koeficient stroškov
tracking error – sledilna napaka

UCITS (*undertaking for collective investment in transferable securities*) – podjetje (institucija, podjetje) za skupinsko vlaganje v prenosljive vrednostne papirje
unsystematic risk – nesistematično tveganje
130/30 Long-Short Equity Funds – skladi dolgih in kratkih pozicij