

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**OPREDELITEV FAKTORJEV USPEŠNOSTI AKTIVNEGA
UPRAVLJANJA VZAJEMNIH SKLADOV**

Ljubljana, november 2021

DAVID DUŠAN KASTREVC

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani David Dušan Kastrevc, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Opredelitev faktorjev uspešnosti aktivnega upravljanja vzajemnih skladov, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Denisom Marinškom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu prek Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 VZAJEMNI SKLADI	3
1.1 O vzajemnih skladih	3
1.2 Vrste vzajemnih skladov	5
1.3 Prednosti vzajemnih skladov	6
1.4 Slabosti vzajemnih skladov	7
1.5 Donosnosti vzajemnih skladov.....	7
1.6 Stroški upravljanja vzajemnih skladov	7
1.7 Razredi delnic vzajemnih skladov	8
1.8 Indeksni skladi in ETF-skladi.....	9
1.8.1 Indeksni skladi.....	9
1.8.2 ETF-skladi	9
2 AKTIVNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA.....	9
2.1 Osnovni elementi aktivnega upravljanja	10
2.2 Dejavniki uspešnosti aktivnega upravljanja	10
2.2.1 Aktivna dodelitev sredstev	11
2.2.2 Izbor vrednostnih papirjev	12
2.3 Kazalniki donosnosti aktivnega vlaganja	12
2.3.1 Alfa	12
2.3.2 Napaka pri sledenju	13
2.3.3 Kazalnik Sharpe.....	13
2.3.4 Informacijsko razmerje.....	13
2.4 Izbira aktivnih upravljalcev	14
3 TRENUTNI TRENDI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE	15
3.1 Trendi aktivnega vlaganja	15
3.1.1 Pretok sredstev iz aktivnih v pasivno upravljanje naložbe.....	15
3.1.2 Pritisk na stroške upravljanja skladov	16
3.1.3 Združitve in prevzemi.....	16
3.2 Družbeno odgovorno vlaganje	16
3.2.1 Izzivi družbeno odgovornega vlaganja.....	17

3.2.2	Donosi družbeno odgovornega vlaganja	18
3.2.3	Vlaganje v družbeno odgovorne sklade	18
3.3	Vzajemni skladi in covid-19	18
4	DEJAVNIKI USPEŠNOSTI AKTIVNEGA VLAGANJA V AKADEMSKI LITERATURI.....	19
4.1	Dejavniki uspešnosti na ravni sklada.....	19
4.1.1	Aktivni delež	19
4.1.2	Koncentracija portfelja	20
4.1.3	Stroški upravljanja.....	20
4.1.4	Obrat portfelja	21
4.1.4	Vpliv ekonomije obsega na uspešnost	22
4.2	Dejavniki uspešnosti, vezani na upravljavca	22
4.2.1	Izobrazba upravljavcev	23
4.2.2	Struktura upravljavcev	23
4.2.3	Lastniški delež.....	23
4.2.4	Plačilna struktura upravljavcev	24
4.3	Ostali dejavniki	24
4.3.1	Vrzel v donosu	25
4.3.2	Značilnosti upravnega odbora	25
4.3.3	Morningstar ocena.....	25
5	EMPIRIČNA ANALIZA.....	25
5.1	Vzorec in omejitve raziskave	26
5.2	Pomanjkljivosti podatkovne baze	27
5.3	Dejavniki uspešnosti	27
5.3.1	Koncentracija portfelja	28
5.3.2	Stroški upravljanja.....	28
5.3.3	Obrat portfelja	28
5.3.4	Velikost sklada	28
5.3.5	Velikost družine sklada	29
5.3.6	Struktura upravljavcev	29
5.3.7	Lastniški delež upravljavcev	29
5.3.8	Morningstar ocena.....	29
5.3.9	Mandat upravljavcev	29

5.4	Analiza uspešnosti ameriških vzajemnih skladov odprtega tipa.....	30
5.4.1	Opisna statistika.....	30
5.4.2	Rezultati empirične analize	35
	SKLEP	40
	LITERATURA IN VIRI	44

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Vrste vzajemnih skladov	5
Tabela 2:	Osnovni elementi za uspešno aktivno upravljanje	10
Tabela 3:	Povprečne vrednosti in standardni odkloni spremenljivk	31
Tabela 4:	Struktura upravljavcev.....	32
Tabela 5:	Lastniški delež upravljavcev	32
Tabela 6:	Rezultati ocenjenega regresijskega modela.....	34
Tabela 7:	Anova tabela.....	34
Tabela 8:	Korelacijski in determinacijski koeficient.....	35

KAZALO SLIK

Slika 1:	Čista vrednost sredstev v skladih odprtega tipa globalno med 2012 in 2020	4
Slika 2:	Poenostavljena shema dejavnikov uspešnosti aktivnega upravljanja	11
Slika 3:	Neto prilivi v aktivne in pasivne sklade v zadnjem desetletju	15
Slika 4:	Nižanje stroškov upravljanja aktivnih in pasivnih skladov v ZDA	16
Slika 5:	Trajnostno vlaganje v ZDA med 1995 in 2020.....	17
Slika 6:	Filtriranje vzajemnih skladov glede na določene parametre.....	26
Slika 7:	Porazdelitev standarnih ostankov	33
Slika 8:	Razsevni diagram standardiziranih ostankov in standardiziranih ocenjenih vrednosti	33

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

bil. – (angl. trillion); bilijon

bps – (angl. basis point); bazična točka

CFA – (angl. Chartered Financial Analyst); pooblaščen finančni analitik

covid-19 – hudi akutni respiratorni sindrom koronavirus 2

ESG – kriterij vrednotenja podjetja glede na družbene in okoljske dejavnike

ETF – (angl. Exchange Traded Fund); indeksni sklad

EU – Evropska unija

GMAT – (angl. Graduate Management Admission Test); vstopni test za poslovne šole

H – domneva

ICI – (angl. Investment Company Institute); Zavod za investicijske družbe

MBA – (angl. Master's in Business Administration); magistrski študij poslovanja in organizacije

mrd. – (angl. billion); milijarda

R – raziskovalno vprašanje

SAT – (angl. Scholastic Aptitude Test); standardiziran test za vpis na fakulteto v ZDA

SFDR – (angl. Sustainable Finance Disclosure Regulation); Uredba Evropske unije o trajnostnem finančnem razkritju

S&P 500 – (angl. Standard and Poor's 500); borzni indeks 500 lokalnih delniških družb v ZDA

USD – (angl. United States dollar); ameriški dolar

VIF – (angl. Variance Inflation Factor); faktor variacije inflacije

ZDA – Združene države Amerike

UVOD

Že več kot 20 let je minilo od objave pomembne študije Marka Carharta (1997) o vzajemnih skladih. Njegov zaključek, da podatki »ne podpirajo obstoja usposobljenih ali informiranih upravljavcev portfelja vzajemnih skladov«, je bil temelj akademske literature, ki je oblikovala splošno prepričanje, da aktivno upravljanje ne ustvarja vrednosti za vlagatelje (Cremers, Fulkerson & Riley, 2019). Nadaljnje akademske študije na tem področju so obsežne in v nekaterih primerih rezultati niso povsem dosledni. Zaključki so pogosto odvisni od obravnavanega obdobja, uporabljene metodologije, obsega podatkov in pristranskosti avtorjev. Čeprav v večini študij aktivno upravljanje ne dodaja vrednosti, prepoznavajo obstoj manjšine upravljavcev, ki so sposobni dodati vrednost. Študija Jonesa in Wermersa (2011) o vrednosti aktivnega upravljanja kaže, da povprečni aktivni upravljavec ne prekaša primerljivih pasivno upravljanih naložb, vendar priznavata obstoj manjšine aktivnih upravljavcev, ki dodajo vrednost in prekašajo primerljive pasivno upravljane vzajemne sklade.

Pri varčevanju v današnjem času veliko denarja steče v vzajemne sklade, ki omogočajo enostavno in učinkovito vlaganje. Kot navaja Statista (2021), je število registriranih vzajemnih skladov v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) v zadnjih dveh desetletjih stabilno okoli 8.000, vendar se je premoženje v upravljanju ameriških skladov v tem času potrojilo in preseglo mejo 20 bilijonov ameriških dolarjev v letu 2019. Velik del rasti premoženja gre pripisati rasti pasivno upravljanih skladov, vendar je zaenkrat večinski delež denarja še v aktivno upravljanih vzajemnih skladih (Statista, 2021). Analitiki in individualni vlagatelji se tako vsakodnevno soočajo s potrebo po kriteriju za identifikacijo aktivnih vzajemnih skladov, s pomočjo katerega bi lahko prepoznali aktivne sklade, ki bodo v prihodnosti dodali vrednost in prekosili primerljive pasivno upravljane vzajemne sklade.

Izbira vzajemnega sklada je zapleten proces, saj vzajemni skladi vključujejo različna tveganja. Na donose vzajemnih skladov vplivajo številni notranji in zunanji dejavniki. Analitiki se pri ugotavljanju ustreznosti naložb v vzajemne sklade ne zanašajo zgolj na en kriterij, saj se zavedajo, da je pri vsakem kriteriju neka negotovost glede primernosti in smiselnosti. Odločitev, katere kriterije uporabiti, je lahko odvisna od tega, v katerem naložbenem razredu se ta nahaja, omejitev skladov in načel, ki jim upravljavec sledi. Odkar so vzajemni skladi postali uveljavljen način vlaganja, so ekonomisti poskušali ugotoviti, kateri so tisti dejavniki, ki vplivajo na uspeh aktivnega upravljanja skladov. Chen, Hong, Huang in Kubik (2004) so raziskali vpliv velikosti sklada, velikosti družine sklada in strukture upravljavcev. Kasneje sta Cremers in Petajisto (2009) uvedla novo merilo aktivnega upravljanja, aktivni delež (angl. Active Share). Med pogosto raziskanimi dejavniki so tudi obrat portfelja (angl. portfolio turnover), koncentracija portfelja (angl. portfolio concentration), stroški upravljanja, plačilna struktura upravljavcev in izobrazba upravljavcev. Kljub vsem študijam pa so mnenja o posameznih dejavnikih deljena, zgolj o vplivih stroškov upravljanja in aktivnega deleža je stroka najbolj poenotena.

Vsebina magistrskega dela je razdeljena na dva dela. V teoretičnem delu opišemo vzajemne sklade, aktivno upravljanje premoženja, ugotavljanje uspešnosti aktivnega upravljanja vzajemnih skladov, trenutne trende na tem področju ter pregledamo literaturo, ki zajema dejavnike, na podlagi katerih bi lahko identificirali nadpovprečno donosne vzajemne sklade. Dejavnike bomo razdelili na tiste, ki se navezujejo na sklad, in tiste, ki se navezujejo na upravljavce premoženja. Magistrsko delo v raziskovalnem delu zajema analizo aktivnih vzajemnih skladov, ki se nahajajo znotraj podatkovne baze Morningstar. Pregledamo aktivne ameriške sklade znotraj podatkovne baze in jih obravnavamo kot celoto. Na podlagi dejavnikov, ki vplivajo na uspešnost upravljanja, analiziramo uspešnost vzajemnih skladov glede na izbrani kazalnik uspešnosti. Uspešnost upravljanja sklada merimo z relativnim donosom glede na primerljive pasivne indekse, t. i. alfa.

Namen in cilj magistrskega dela. Za uspešno pripravo magistrskega dela je treba jasno zastaviti namen in cilj, hkrati pa je treba definirati tudi metode dela, ki jih pri tem uporabimo. Za boljšo preglednost si pri tem pomagamo z raziskovalnimi vprašanji in domnevami.

Namen magistrskega dela je s pomočjo strokovne in znanstvene literature opredeliti dejavnike uspešnosti aktivno upravljanjih vzajemnih skladov in z uporabo pridobljenega teoretičnega znanja preveriti njihovo sposobnost napovedovanja uspešnosti skladov na dejanskem primeru izbranih ameriških skladov. Na ta način želimo primerjati dejavnike na podlagi vzorca ter prikazati učinkovitost z vidika identifikacije potenciala za predvidevanje uspešnosti aktivno upravljanega vzajemnega sklada.

Cilj magistrskega dela je poglobljeno proučiti domačo in tujo literaturo s področja karakteristik aktivno upravljanjih vzajemnih skladov in uporabe različnih dejavnikov uspešnosti, aplicirati opisane dejavnike na primeru aktivno upravljanjih vzajemnih skladov v ZDA in na ta način določiti smiselnost vlaganja v njih.

Raziskovalna vprašanja in domneve. Z namenom, da bi lahko prišli do ustreznih ugotovitev, postavljamo dve raziskovalni vprašanji in pet domnev, ki jih skušamo potrditi s pomočjo analize:

- R1: Ali obstajajo dejavniki, na podlagi katerih bi lahko prepoznali tiste sklade, ki bodo v prihodnosti bolj verjetno dodali vrednost in prekosili primerljive pasivno upravljane sklade?
- H1: Skladi z več sredstvi v upravljanju imajo višjo donosnost, saj obstajajo ekonomije obsega pri upravljanju skladov.
- R2: Ali obstajajo dejavniki, na podlagi katerih bi lahko prepoznali tiste sklade, ki v prihodnosti bolj verjetno ne bodo dosegali donosov primerljivih pasivno upravljanjih skladov?
- H2: Skladi z višjim obratom portfelja imajo nižjo donosnost, saj imajo skladi z višjim obratom portfelja posledično višje transakcijske stroške.

- H3: Skladi z nižjimi stroški upravljanja imajo višjo donosnost, saj gre pri nižjih stroških upravljanja večji del donosa vlagatelju.
- H4: Skladi z manjšim številom naložb imajo višje donose, saj upravljavci pri manjšem številu bolje poznajo svoje naložbe.
- H5: Skladi z enim upravljavcem imajo višje donose kot skladi z več upravljavci zaradi bolj enotnega sprejemanja odločitev in manjše izgube informacij pri komunikaciji.

Magistrsko delo je zaradi sistematičnosti in boljšega pregleda razdeljeno na pet poglavij. V uvodu predstavimo ozadje problema, definiramo cilj magistrskega dela in raziskovalna vprašanja, s pomočjo katerih pridemo do cilja magistrskega dela. Sledi prvo poglavje, v katerem predstavimo osnovne elemente vzajemnih skladov, vključno z njihovimi prednostmi in slabostmi. Drugo poglavje je namenjeno predstavitvi osnov aktivnega vlaganja, načinov, na katere aktivni upravljavci skušajo dodati vrednost svojim vlagateljem, in kazalnike za merjenje te vrednosti. V tretjem poglavju naredimo pregled trenutnih trendov na področju vlaganja v vzajemne sklade, kjer se osredotočimo na pretok sredstev iz aktivnih v pasivno upravljanje naložbe, nižanje stroškov upravljanja skladov, združitve in prevzeme znotraj panoge ter družbeno odgovorno vlaganje. Posvetimo se tudi vplivu, ki ga je imela covid-19 kriza na področje upravljanja vzajemnih skladov. Četrto poglavje vključuje obsežen pregled akademske literature o vplivih različnih karakteristik na uspešnost vzajemnih skladov. Znotraj tega poglavja predstavimo 14 različnih dejavnikov, ki so bili temelj študij na tem področju. Peto poglavje vsebuje empirični del magistrskega dela, kjer s pomočjo linearne regresijske funkcije na podlagi podatkov o vzajemnih skladih prikažemo vpliv posameznih dejavnikov na uspešnost skladov. V zaključnem delu sledijo naše ugotovitve in sklepi. Na koncu dela je prikazan seznam uporabljene literature in virov.

1 VZAJEMNI SKLADI

V zadnjih dveh desetletjih so vzajemni skladi postali glavno naložbeno sredstvo za male vlagatelje. Na prelomu v 21. stoletje je število vzajemnih skladov v ZDA preseгло število vrednostnih papirjev, ki kotirajo na newyorški borzi. Vzajemni skladi v primerjavi z neposrednimi naložbami v posamezne delnice in obveznice ponujajo prednosti likvidnosti in razpršenosti po relativno nizki ceni. Medtem ko je priljubljenost vzajemnih skladov razmeroma novejša, izvor vzajemnih skladov sega v prve dni organiziranega trgovanja z delnicami. Vzajemni skladi so nastali že v drugi polovici 18. stoletja na Nizozemskem (Rouwenhorst, 2004).

1.1 O vzajemnih skladih

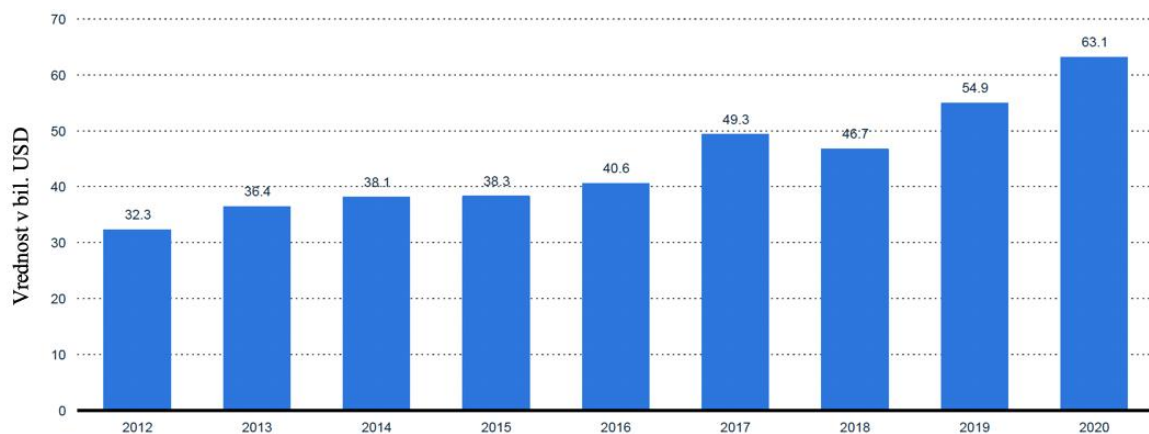
Vzajemni sklad je naložbeno sredstvo, ki združuje premoženje številnih vlagateljev in vlaga denar v vrednostne papirje, kot so delnice, obveznice in kratkoročni dolg. Skupni deleži vzajemnega sklada tvorijo portfelj. Vlagatelji kupujejo delnice vzajemnega sklada in vsaka

delnica predstavlja delno lastništvo vlagatelja v skladu in dohodku, ki ga ustvarja (SEC, 2021a).

Upravljanje vzajemnih skladov je zahtevno in odgovorno delo, ki ga opravljajo finančni strokovnjaki. Ti upravljavci ustanovljajo vzajemne sklade in upravljajo premoženje z namenom, da ustvarijo donos za svoje vlagatelje. Upravljavec ali skupina upravljavcev zastavi cilje vsakega vzajemnega sklada in skladno s tem ciljem upravlja naložbe. Upravljavec sklada ima velik vpliv na to uspešnost in višino donosov. Uspešnost upravljavca se meri s primerjalnim indeksom (angl. benchmark) in preseganje letnih donosov primerjalnih indeksov predstavlja uspešnost sklada (Garipey & Curry, 2020).

Posamezniki vlagajo v vzajemne sklade, ker zagotavljajo likvidnost in vlagateljem omogočajo izkoristiti ekonomijo obsega pri dostopu do dobro razpršenih portfeljev vrednostnih papirjev. Vrste vrednostnih papirjev, v katere vlagajo različni vzajemni skladi, se razlikujejo glede na slog vlaganja sklada. Večina skladov je aktivnih, ki skušajo izbrati zmagovalne vrednostne papirje (angl. security selection) ali pa sodelujejo pri tempiranju trga (angl. market timing). Aktivni skladi na splošno zaračunavajo višje stroške za upravljanje kot pasivni skladi, ki posnemajo gibanje tržnih indeksov. Ni presenetljivo, da je panoga vzajemnih skladov večja v državah z močnimi pravili, zakoni in predpisi, kjer je prebivalstvo bolj izobraženo in bogatejše in kjer so pokojninski načrti z določenimi prispevki bolj razširjeni (Cuthbertson, Nitzsche & O'Sullivan, 2010). Kot je razvidno iz slike 1, se je skupna čista vrednost sredstev (angl. net asset value) v upravljanju odprtega tipa vzajemnih skladov globalno med letoma 2012 in 2020 skoraj podvojila.

Slika 1: Čista vrednost sredstev v skladih odprtega tipa globalno med 2012 in 2020



Vir: ICI (2021).

1.2 Vrste vzajemnih skladov

Vzajemne sklade lahko ločimo glede na organizacijsko strukturo. Delimo jih na sklade odprtega (angl. open-end) ali zaprtega tipa (angl. closed-end). Glede na količino sredstev v upravljanju so vzajemni skladi odprtega tipa daleč najbolj pomembna oblika vzajemnih skladov. Od vzajemnih skladov zaprtega tipa se razlikujejo v tem, da je sredstva mogoče kupiti in prodati kadarkoli čez dan, vendar je cena transakcije določena glede na čisto vrednost premoženja na delnico ob koncu trgovalnega dne. Odprti tip se od ostalih tipov skladov razlikuje zaradi možnosti nakupa in prodaje glede na ceno, ki bo določena po odločitvi za nakup ali prodajo sklada, ter dejstva, da je na nasprotni strani transakcije sklad sam (Elton & Gruber, 2013). Za večjo razširjenost odprtega tipa vzajemnih skladov Deli in Varma (2002) izpostavljata sposobnost vlagateljev, da odkupijo delnice pri čisti vrednosti premoženja. Vlagatelji imajo možnost realizacije svojega sorazmernega zahtevka glede na tržno vrednost osnovnih sredstev portfelja, kar pa ne velja za sklade zaprtega tipa.

Vzajemni skladi zaprtega tipa, tako kot skladi odprtega tipa, vlagajo v vrednostne papirje in vlagateljem omogočajo nakup in prodajo delnic sklada. Razlika je v tem, da se z delnicami zaprtega tipa sklada trguje na borzi in je njihova cena določena s ponudbo in povpraševanjem. Za razliko od odprtega tipa se cena zaprtega tipa lahko razlikuje od čiste vrednosti premoženja in običajno je tako. Poleg tega se zaprti tip razlikuje v tem, da je delnico mogoče kupiti in prodati kadarkoli, ko je trg odprt po prevladujoči tržni ceni. Cena delnice odprtega tipa sklada se določi le enkrat dnevno. Delnice zaprtega tipa sklada se pogosto prodajajo po cenah, ki so nižje od čiste vrednosti premoženja njihovih deležev (Elton & Gruber, 2013).

Tabela 1: Vrste vzajemnih skladov

Vrsta sklada	Karakteristike
Denarni skladi	Imajo relativno nizka tveganja. Lahko vlagajo le v določene kratkoročne naložbe visoke kakovosti.
Obvezniški skladi	Imajo večje tveganje kot skladi denarnega trga in imajo običajno za cilj ustvariti višji donos vlagateljem. Obstaja veliko različnih vrst obveznic, zato se lahko tveganja in koristi obvezniških skladov dramatično razlikujejo.
Delniški skladi	Vlagajo v delnice podjetij. V grobem se delijo na sklade, ki temeljijo na rasti, prihodkih in indeksih, ter sektorske sklade.
Skladi ciljnega datuma	Vlagajo v kombinacijo delnic, obveznic in drugih naložb. S časom se posamezni ponderji spreminjajo v skladu s strategijo sklada.

Prerejeno po SEC (2021a).

Vzajemne sklade lahko delimo tudi glede na vrsto sredstev, v katera vlagajo. Ameriška Komisija za vrednostne papirje in borzo (2021) deli vzajemne sklade v štiri glavne kategorije glede na njihovo naložbeno politiko: sklade denarnega trga (angl. money market funds), obvezniške sklade (angl. bond funds), delniške sklade (angl. stock funds) in sklade za ciljni datum (angl. target date funds). Vsaka vrsta ima različne lastnosti, tveganja in donose. Različne lastnosti skladov lahko vidimo v tabeli 1.

1.3 Prednosti vzajemnih skladov

Vlagatelji si lahko svoje prihranke ustvarijo z vlaganjem v delnice, vendar je morda varneje namesto tega vlagati v vzajemne sklade. Z združevanjem premoženja večjega števila vlagateljev v eno naložbeno sredstvo nam vzajemni skladi omogočajo izkoristek več priložnosti, ki so na voljo na trgu. Naložbe v vzajemni sklad predstavljajo tudi dober način, da se vlagatelj izogne nekaterim zapletenim odločitvam pri vlaganju v delnice in ostale vrednostne papirje. Priročnost vzajemnih skladov je zagotovo eden od glavnih razlogov, da se vlagatelji odločijo za nakup delnic vzajemnega sklada namesto za nakup posameznih vrednostnih papirjev. Chordia (1996) dodatno izpostavlja tri glavne prednosti, ki jih zagotavljajo vzajemni skladi.

Prva od prednosti vzajemnih skladov je razpršenost portfelja. Ker posamezniki nimajo na voljo toliko razpoložljivih sredstev kot vzajemni skladi, posamezni vlagatelji ne morejo razpršiti tveganj, povezanih s posameznimi vrednostnimi papirji, v enaki meri kot vzajemni skladi. Zneski, potrebni za ustrezno razpršenost portfelja individualnega vlagatelja, so veliko manjši pri vlaganju v vzajemne sklade. Vzajemni skladi ponujajo razpršenost takoj in zelo enostavno, saj vlagajo v različne vrednostne papirje. Naslednja prednost, ki jo izpostavlja, so nižji stroški trgovanja. Ti so pri vzajemnih skladih razporejeni na vse vlagatelje v vzajemni sklad in s tem znižajo stroške na posameznika. Prav tako imajo vzajemni skladi nižje transakcijske stroške zaradi prihrankov, pridobljenih prek posredništva in ostalih popustov pri večjih poslih skladov. Smith (2009) nižje stroške upravljanja povezuje tudi z lažjim in bolj ekonomičnim dostopom vlagatelja do finančnih trgov. Tretja prednost, ki jo skladi nudijo, pa je omogočanje delitve likvidnostnega tveganja.

Klapper, Sulla in Vittas (2004) kot prednost vzajemnih skladov izpostavlja še prednost profesionalnega upravljanja po nizki ceni. To ima za posebej pomembno v primeru delniških skladov, kjer razpršenost portfelja in profesionalno upravljanje predstavljata potencial za dodano vrednost. Kot prednost vzajemnega sklada omenja tudi visoko stopnjo preglednosti poslovanja v primerjavi z drugimi finančnimi institucijami, kot so banke, pokojninski skladi in zavarovalnice. Za razliko od bank in zavarovalnic vzajemni skladi ne prevzemajo kreditnih in zavarovalnih tveganj, zato jim ni treba oblikovati rezervacij za slaba posojila in rezerv za prihodnje zavarovalniške zahteve.

1.4 Slabosti vzajemnih skladov

Kljub splošni razširjenosti odprtega tipa in veliki količini sredstev v upravljanju pa imajo vzajemni skladi tudi nekatere pomanjkljivosti. Ena od težav, ki jo Smith (2009) prepoznava, je težava provizij pri upravljanju vzajemnih skladov. Nekatere družine skladov vztrajno zahtevajo visoke provizije za upravljanje svojih skladov. Prav tako je ena od pomanjkljivosti pomanjkanje transparentnosti nekaterih provizij, ki delničarjem nalagajo visoke prodajne obremenitve za določene naložbene razrede. Že odkar je Carhart (1997) objavil študijo o vprašljivosti obstoja usposobljenih ali informiranih upravljavcev portfelja vzajemnih skladov, pa se kot pomanjkljivost vzajemnih skladov obravnava tudi podpovprečna donosnost skladov v primerjavi s primerjalnimi indeksi. Ena od pomanjkljivosti, ki se vse bolj izpostavlja ob rasti pasivno upravljanjih skladov, je davčna neučinkovitost. Relativno visok promet aktivno upravljanjih skladov je drag za vlagatelje z vidika transakcijskih stroškov, kot tudi ustvarjanja kratkoročnih obdavčljivih kapitalskih dobičkov. Prav tako lahko pri skladih odprtega tipa odločitve ostalih vlagateljev o prodaji delnic sklada sprožijo davčne obveznosti za delničarje, ki ostanejo (Smith, 2009).

1.5 Donosnosti vzajemnih skladov

Donosnost vlaganja v vzajemni sklad je sestavljena iz dohodka (v obliki dividend ali obresti) in kapitalskih dobičkov ali izgub zaradi povečanja ali zmanjšanja vrednosti naložbe. Donos izračunamo tako, da spremembo čiste vrednosti sredstev sklada, ki predstavlja tržno vrednost vrednostnih papirjev v portfelju sklada, deljeno s številom delnic sklada v danem časovnem obdobju, delimo s prvotno neto vrednostjo sredstev. Ob tem predpostavljamo reinvestiranje vseh dohodkov in kapitalskih dobičkov. Donos sklada se izračuna z upoštevanjem vseh stroškov upravljanja in drugih stroškov, ki se zaračunajo skladu (Simons, 1998). Donos vzajemnega sklada za posamezni mesec se izračuna po enačbi (1).

$$R_t = \frac{NAV_t + DIST_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}}, \quad (1)$$

kjer je (Simons, 1998):

R_t	donosnost portfelja v mesecu t ,
NAV_t	zaključna čista vrednost sredstev portfelja na zadnji trgovalni dan v mesecu,
NAV_{t-1}	zaključna čista vrednost sredstev portfelja na zadnji dan prejšnjega meseca,
$DIST_t$	razdelitev prihodkov in kapitalskih dobičkov v mesecu.

1.6 Stroški upravljanja vzajemnih skladov

Kot pri vsakem poslu tudi vodenje vzajemnega sklada vključuje stroške. Ti so lahko povezani z določenimi transakcijami z vlagatelji, kot so nakupi, menjave in odkupi. Obstajajo tudi operativni stroški sklada, ki niso nujno povezani z določeno transakcijo, kot

so stroški svetovanja pri naložbah, stroški trženja in distribucije, posredniške provizije ter provizije za skrbništvo (SEC, 2021c).

Celotni stroški upravljanja vzajemnih skladov se delijo na dva dela:

- administrativni stroški (vključno s prodajnimi stroški),
- provizije za upravljanje.

Večina skladov ima določen raspored provizij za upravljanje, ki določa, da se provizije za upravljanje zmanjšajo z višino sredstev v upravljanju na določen način. Upravni stroški imajo velik fiksn del, iz česar sledi, da se skupni stroški kot odstotek premoženja zmanjšujejo z rastjo sredstev v upravljanju. Razmerje med celotnimi stroški in stopnjo sredstev v upravljanju na splošno vodi do povečanja uspešnosti z rastjo sredstev v upravljanju (Elton & Gruber, 2013).

Stroški upravljanja se med vzajemnimi skladi zelo razlikujejo. Najnižje provizije običajno zaračunavajo pasivno upravljani indeksni skladi (angl. index funds). Indeksni skladi lahko zaračunavajo upravljalne stroške, manjše od 10 bazičnih točk. Aktivno upravljani skladi pa so veliko dražji, saj se morajo aktivni upravljavci skladov bolj potruditi, da premagajo svoje primerljive indekse. Višji stroški upravljanja so potrebni zaradi bolj zahtevnega procesa izbora vrednostnih papirjev. Aktivno upravljani vzajemni skladi zaračunavajo upravljalne stroške tudi v višini nad 1 % (Berger & Curry, 2021)

Stroški so običajno izraženi kot odstotek premoženja v upravljanju, kaj je znano kot razmerje stroškov (angl. expense ratio). Provizije, plačane posrednikom za trgovanje, se odštejejo od sredstev sklada, vendar niso vključene v razmerju stroškov (Gil-Bazo & Ruiz-Verdu, 2005).

1.7 Razredi delnic vzajemnih skladov

Vzajemni skladi imajo običajno na voljo več razredov delnic, ki so označeni kot delnice A, B in C. Delnice predstavljajo isti portfelj naložb, vendar se med seboj razlikujejo po strukturi stroškov. Dodatno, skladi običajno poleg teh treh razredov delnic ponujajo tudi institucionalni razred delnic in razrede delnic, ki so dostopne le določeni skupini vlagateljev (O'Neal, 1999). Posledično ima lahko zaradi različne strukture stroškov vsak razred delnic drugačne donose. Imajo pa z več razredi delnic sklada vlagatelji možnost izbire strukture stroškov, ki jim najbolj ustreza glede na naložbene cilje (SEC, 2021b).

Institucionalni razred delnic je standardno označen kot delnica I in ima nižje stroške kot delnice razreda A, B in C, vendar je dostopen le institucionalnim vlagateljem. Mali vlagatelji v določenih primerih do njih dostopajo prek svojega delodajalca, običajno je to skozi pokojninski načrt (SEC, 2021b).

1.8 Indeksni skladi in ETF-skladi

Indeksni skladi in ETF-skladi služijo podobnemu namenu. Oba tipa naložb omogočata vlagateljem, da lastijo dobro razpršeni indeksiran portfelj in z uporabo ekonomij obsega za nakup velikih količin delnic lahko to ponujata po nizki ceni. Kljub istemu namenu, pa delujeta na popolnoma drugačen način (Kostovetsky, 2003). Izbira med indeksnim skladom ali ETF-skladom je v veliki meri odvisna od okoliščin in preferenc posameznega vlagatelja (Agapova, 2011).

1.8.1 Indeksni skladi

Delovanje indeksnih skladov poteka isto kot pri aktivnih vzajemnih skladih. Pri tem pa je vredno omeniti, da indeksni skladi ne delujejo vedno kot njihov ciljni indeks. Indeksni skladi imajo stroške upravljanja in transakcijske stroške kot vsi ostali vzajemni skladi. Zaradi tega prihaja do rahle prednosti, ki jo imajo tržni indeksi pred dejanskimi donosi indeksnih skladov (Kostovetsky, 2003).

1.8.2 ETF-skladi

Po drugi strani pa ETF-skladi delujejo na povsem drugačen način. V svojem delovanju se razlikujejo v tem, da za pridobitev delnic znotraj ETF-sklada ni potrebno plačati, temveč to poteka s postopkom ustvarjanja in odkupa v naravi (angl. in-kind). Ta način delovanja omogoča ETF-skladu, da pridobi delnice brez stroškov likvidnosti in odpravi skoraj vse transakcijske stroške (Kostovetsky, 2003).

ETF-skladi so načeloma bolj likvidni, imajo nižje provizije in so davčno učinkovitejši od indeksnih skladov. Zaradi svoje učinkovitosti, nekateri trdijo, da bi ETF-skladi lahko nadomestili indeksne sklade (Agapova, 2011).

2 AKTIVNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA

Donosnost, tveganje, preference in razmerje informacij so temelji aktivnega upravljanja portfelja. Kljub temu pa aktivno upravljanje v praksi zahteva nekaj več. Napovedi pričakovane donosnosti morajo biti drugačne od soglasja (Grinold & Kahn, 1999).

Aktivno upravljanje je bila nekoč privzeta izbira za vlagatelje, ki so želeli svoj denar dati v upravljanje drugim. Vlagatelji niso imeli veliko izbire, kar pa se je spremenilo s pojavom prvih indeksnih vzajemnih skladov. Kljub porastu priljubljenosti indeksnih skladov in ETF pa ostaja velik del sredstev v aktivnem upravljanju (Cremers, Fulkerson & Riley, 2019).

2.1 Osnovni elementi aktivnega upravljanja

Da bi aktivno upravljanje lahko kljubovalo pasivno upravljanim naložbam, bi morale prinašati dovolj velike donose, ki bi upravičili prevzemanje večjega tveganja in višjih stroškov upravljanja. Ambachtsheer in Farrell (1979) sta predstavila pet elementov, ki so potrebni za uspešno aktivno upravljanje (tabela 2).

Tabela 2: Osnovni elementi za uspešno aktivno upravljanje

Osnovni elementi aktivnega upravljanja	Opis elementa
Sposobnost ocene vrednosti vrednostnih papirjev	Sposobnost pravilno oceniti dislokacijo cen vrednostnih papirjev.
Sposobnost napovedovanja	Med ocenami vrednosti in njihovimi kasnejšimi dejanskimi vrednostmi mora biti nekakšna pozitivna korelacija.
Nadgradljivost	Možnost pretvorbe ocene vrednosti v standardizirane enote donosa, ki odražajo stopnjo napovedne sposobnosti.
Pravila za oblikovanje portfelja	Pretvorba ocen vrednosti v odločitve za oblikovanje portfelja z upoštevanjem zahtev po razpršenosti, transakcijskih stroškov in drugih možnih omejitev.
Izvršitev nalogov za nakup in prodajo	Za uspešno aktivno upravljanje je potrebna tudi ustrezna izpeljava odločitev, ki sledijo iz raziskovalnega procesa.

Vir: Ambachtsheer & Farrell (1979).

2.2 Dejavniki uspešnosti aktivnega upravljanja

Pričakovani donos portfelja se lahko razgradi na tri različne komponente, kadar donose predstavlja linearna faktorska struktura: izbira vrednostnih papirjev, sposobnost tempiranja trga in premija za tveganje. Prvi dve komponenti se lahko razlagata kot rezultat aktivnega upravljanja, zadnja komponenta pa je pasivna (Lo, 2007).

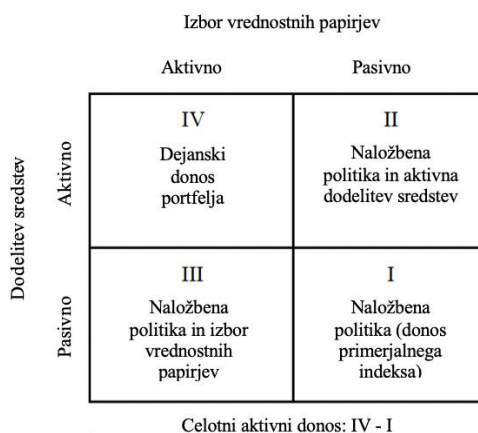
Aktivno upravljeni vzajemni skladi poskušajo dodati vrednost svojim vlagateljem na dva načina (Shukla, 2004):

- izbira portfelja vrednostnih papirjev, za katere se pričakuje, da bodo imeli boljši kompromis med tveganjem in donosom,
- stalno spremljanje in spreminjanje portfeljev kot odziv na tržne razmere.

Na sliki 2 vidimo poenostavljeno shemo dejavnikov uspešnosti aktivnega upravljanja. Kvadrant I prikazuje donos, ki ga zagotavlja naložbena politika upravljavca (pasivni del).

Kvadranta II in III vključujeta tudi donos iz aktivnega upravljanja. Kvadrant II predstavlja donos, ki predstavlja naložbeno politiko, pa tudi aktivno dodelitev sredstev (aktivni del). Kvadrant III obsega donos, ki ga je mogoče pripisati naložbeni politiki in izboru vrednostnih papirjev (aktivni del). Kvadrant IV pa predstavlja dejanski realiziran donos portfelja (Brinson, Hood & Beebower, 1995).

Slika 2: Poenostavljena shema dejavnikov uspešnosti aktivnega upravljanja



Vir: Brinson, Hood & Beebower (1995).

Brinson, Singer in Beebower (1991) so v svojem delu prišli do ugotovitve, da dodelitev sredstev portfelja pojasnjuje večino celotnega donosa in nestanovitnosti skozi čas. Izbor vrednostnih papirjev in tempiranje trga, ki predstavljata aktivne naložbene odločitve, sta pri tem imela manjšo vlogo.

2.2.1 Aktivna dodelitev sredstev

Aktivna dodelitev sredstev je začasno odstopanje ponderjev naložbenih razredov, določenih z našo naložbeno politiko, za namen izkoriščanja stanja neravnovesja na trgu kapitala glede na naložbene osnove, na katerih temelji naša naložbena politika. Aktivna dodelitev sredstev vključuje predvidevanje premikov cen (tempiranje trga) ali odzivanje na tržna neravnovesja. Oboje ima za posledico manjše ali večje ponderje naložbenih razredov glede na normalne ponderje, na katerih temelji naša naložbena politika. Cilj aktivne dodelitve sredstev je povečati donos in zmanjšati tveganje portfelja glede na referenčne donose primerjalnih indeksov (Brinson, Hood & Beebower, 1995).

Čeprav je lahko privlačnost strategij za časovno tempiranje trga močna, Antoons (2016) izpostavlja, da natančno tempiranje trga predstavlja velike izzive. Slabe naložbene odločitve lahko povzročijo previsoke stroške trgovanja in oportunitetne stroške. Ameriški delniški trg, merjen z indeksom S&P 500, dosledno kaže naraščajoč trend, zaradi česar obstaja veliko razprav o vplivu zamujene priložnosti najboljših delov bikovskega trga zaradi tempiranja trga in participacije v najslabših delih medvedjega trga.

2.2.2 Izbor vrednostnih papirjev

Izbor vrednostnih papirjev je aktivna izbira naložb znotraj naložbenih razredov. To predstavlja izbiro posameznih vrednostnih papirjev, za katere upravljavec sklada pričakuje, da bodo preseгли donos trga znotraj naložbenih razredov. Izbor vrednostnih papirjev opredeljujemo kot dejanski donos portfelja znotraj naložbenega razreda v presežku donosov primerljivih pasivnih naložb, pomnožen s ponderjem običajne dodelitve naložbenih razredov celotnega sklada (Brinson, Singer & Beebower, 1991). Koncept informacijskega koeficienta (angl. Information coefficient) je postal najbolj razširjen standard za merjenje učinkovitosti izbora vrednostnih papirjev (Arnott & Copeland, 1985).

2.3 Kazalniki donosnosti aktivnega vlaganja

Utemeljitev aktivnega upravljanja sredstev je v tem, da z uporabo informacij in veščin upravljanja ustvarjajo nadpovprečno donosnost. Sklad je lahko dolgoročno koristen vlagateljem, tudi če nima konstantnih nadpovprečnih donosov, saj upravljavec lahko ustvari nadpovprečne donose preprosto z izbiro pravih strategij v sporadičnih časovnih intervalih. S tem lahko tudi prihrani pri transakcijskih stroških (Cuthbertson, Nitzsche & O'Sullivan, 2010).

Vrednost aktivnega upravljanja naložb se tradicionalno meri z alfo, napako pri sledenju (angl. Tracking error) ter razmerju Sharpe (angl. Sharpe ratio) in informacijskem razmerju (angl. Information ratio). To so v bistvu statične značilnosti mejnih porazdelitev donosov v nekem trenutku (Lo, 2008).

2.3.1 Alfa

Alfa meri uspešnost sklada po prilagoditvi za sistematično tveganje skladov, merjeno z beto sklada glede na indeks. Pasivni portfelj z enako beto, kot jo ima sklad, bi lahko oblikovali z vlaganjem v indeks in z izposojanjem ali posojanjem po netvegani stopnji donosa (angl. risk-free rate). Alfa za posamezno obdobje se lahko izračuna po enačbi (2).

$$\alpha_t = \bar{R}^e - (\beta * \bar{B}^e), \quad (2)$$

kjer je (Morningstar, 2015):

α_t	alfa v posameznem obdobju,
\bar{R}^e	povprečni presežni donos portfelja glede na netvegano stopnjo donosa,
β	beta portfelja,
\bar{B}^e	povprečni presežni donos primerljivega indeksa glede na netvegano stopnjo donosa.

2.3.2 Napaka pri sledenju

Pri ugotavljanju uspešnosti portfelja je ključnega pomena razlika med donosom portfelja in donosom primerljivega indeksa. Tej razliki lahko rečemo aktivni donos. Podobno definiramo tudi aktivno tveganje kot standardni odklon aktivnega donosa. Standardni odklon aktivnega donosa opisuje kako dobro lahko portfelj sledi primerljivemu indeksu. Zaradi tega aktivnemu tveganju včasih rečemo tudi napaka pri sledenju (Grinold & Kahn, 1999). Dva glavna vira napake pri sledenju izvirata iz poskusov upravljavcev, da presežejo uspešnost primerljivih indeksov in zaradi pasivne replikacije izbranega indeksa z vzorčnim portfeljem (Satchell, 2001). Napako pri sledenju lahko izračunamo po enačbi (3).

$$\text{Napaka pri sledenju} = \text{Standardni odklon } (R_P - R_I), \quad (3)$$

kjer je (Grinold & Kahn, 1999):

R_P donosnost portfelja,
 R_F donosnost primerjalnega indeksa.

2.3.3 Kazalnik Sharpe

Najpogosteje uporabljen tveganju prilagojen kazalnik je Sharpe (1996), ki meri presežek donosa sklada na enoto tveganja (Simons, 1998). Sharpe je temu rekel razmerje med nagrado in variabilnostjo (Elton & Gruber, 2013). Razmerje Sharpe za posamezno obdobje se lahko izračuna po enačbi (4):

$$\text{Sharpe} = \frac{\bar{R}_P - R_F}{\sigma_P}, \quad (4)$$

kjer je (Elton & Gruber, 2013):

\bar{R}_P donosnost portfelja,
 R_F netvegana stopnja donosa,
 σ_P standardni odklon donosnosti portfelja.

Kazalnik Sharpe temelji na kompromisu med tveganjem in donosom. Visoka vrednost kazalnika pomeni, da sklad prinaša visok donos glede na svojo stopnjo nestanovitnosti. Kazalnik Sharpe omogoča neposredno primerjavo tveganju prilagojene uspešnosti dveh poljubnih vzajemnih skladov ne glede na njune nestanovitnosti in korelacije z referenčno vrednostjo (Simons, 1998).

2.3.4 Informacijsko razmerje

Aktivni upravljavci iščejo izjemne donose za ceno prevzemanja dodatnega tveganja. Ključna karakteristika, ki meri zmožnost upravljavca, da doda vrednost, je informacijsko razmerje.

To je znesek dodatnega donosa, ki ga lahko ustvari za vsako dodatno enoto tveganja. Aktivni upravljavci morajo usklajevati svoje napovedi o izjemnem donosu s tem dodatnim tveganjem. Dodatno vrednost merimo kot presežni donos portfelja glede na primerjalni indeks, prilagojen tveganju. Če se napovedi upravljavca razlikujejo od konsenza in če je njegovo informacijsko razmerje pozitivno, bo imel upravljavec portfelj, ki se razlikuje od konsenza (Grinold & Kahn, 1999). Informacijsko razmerje se lahko izračuna po enačbi (5).

$$IR = \frac{ER}{\sigma_{ER}} = \frac{R_p - R_i}{\sigma_p - \sigma_i}, \quad (5)$$

kjer je (Goodwin, 1998):

IR	informacijsko razmerje,
R_p	donosnost portfelja,
R_i	donosnost primerjalnega indeksa,
σ_p	standardni odklon portfelja,
σ_i	standardni odklon primerjalnega indeksa.

2.4 Izbira aktivih upravljavcev

Eden ključnih korakov pri vlaganju je izbira ustreznih naložb. Mali vlagatelji si pri vlaganju pogosto pomagajo s finančnimi strokovnjaki, da določijo naložbene cilje in ponderje za različne naložbene instrumente, v katere bodo vložili sredstva. Kljub temu pa finančni strokovnjaki ne opravljajo celotnega procesa vlaganja sami, temveč izberejo upravljavce premoženja, da delujejo kot njihovi zastopniki. Med množico aktivnih upravljavcev skladov izbira ustreznega upravljavca predstavlja izziv, tako za finančne strokovnjake, kot tudi za male vlagatelje (Stewart, 2013).

Jones, Lesseig in Smythe (2005) so v svoji raziskavi anketirali več kot 500 finančnih svetovalcev, da bi pridobili vpogled v njihov postopek odločanja pri nakupu vzajemnih skladov. Na podlagi raziskave so ugotavljali pomen različnih karakteristik skladov, ki jih finančni svetovalci uporabljajo pri izbiri in pri poročanju skladov. Prišli so do treh glavnih ugotovitev:

- finančni svetovalci dajejo večji pomen objektivnim virom informacij, kot pa oglaševanju skladov,
- finančni svetovalci dajejo večji pomen donosnosti v primerjavi z drugimi skladi znotraj istih naložbenih razredov, medtem ko dajejo manjši pomen prodajnim obremenitvam in provizijam za upravljanje sklada,
- finančni svetovalci prinašajo vrednost svetovalcem s poudarjanjem pomembnih informacij pri izbiri vzajemnih skladov, ki jih posamezni vlagatelji ne upoštevajo ali pa do njih ne morejo dostopati.

3 TRENUTNI TRENDI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE

Covid-19 je pospešil nekatere trende in izzive, s katerimi se soočajo upravljalci premoženja. Nekateri od glavnih trendov so rast pasivnega vlaganja, nižanje stroškov upravljanja, združitve in prevzemi na področju upravljavcev premoženja ter rast družbeno odgovornega vlaganja.

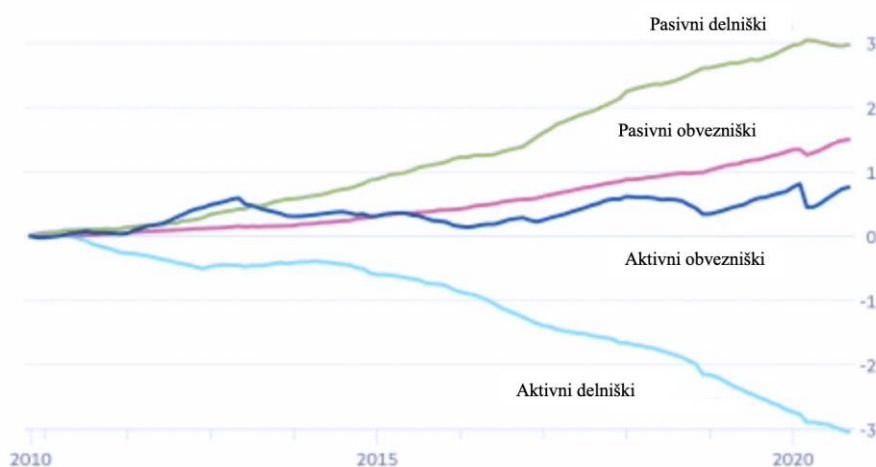
3.1 Trendi aktivnega vlaganja

Ta odsek poudarja povečan tržni delež pasivno upravljanjih naložb, zmanjševanje stroškov vlaganja in spremembe na področju upravljanja premoženja.

3.1.1 Pretok sredstev iz aktivnih v pasivno upravljanje naložbe

Trend premika sredstev v pasivne naložbe se je nadaljeval v letu 2020. Eden od glavnih gonilnikov dodatnih premikov v pasivne indekse je dejstvo, da so obvezniški ETF v krizi delovali bolje od pričakovanj številnih vlagateljev (Wigglesworth, 2021). Na sliki 3 je prikaz neto prilivov sredstev v zadnjem desetletju za obvezniške in delniške sklade v ZDA.

Slika 3: Neto prilivi v aktivne in pasivne sklade v zadnjem desetletju



Prirejeno po Wigglesworth (2021).

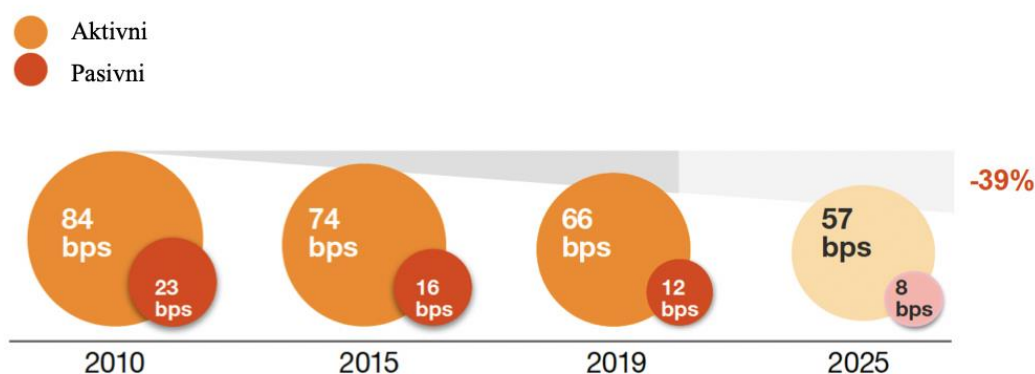
ETF-skladi že leta jemljejo tržni delež vzajemnim skladom. Eden od razlogov za to je postopek ustvarjanja in odkupa v naravi, ki omogoča ETF-skladom, da zadovoljijo potrebe po odkupih z dostavo portfeljskih vrednostnih papirjev določenim pooblaščenim udeležencem (angl. Authorized Participants), namesto njihove prodaje, kar bi sicer povzročilo obdavčljive kapitalske dobičke ETF-sklada (SEC, 2002). Ta postopek ETF-skladom omogoča znižanje kapitalskih dobičkov v primerjavi z bolj tradicionalnimi delniškimi vzajemnimi skladi (Poterba & Shoven, 2002).

Velik dvig davka na kapitalni dobiček, ki ga je predlagala Bidenova uprava, bi lahko še pospešil ta premik, saj opominja na to, kakšna davčno neučinkovita struktura so vzajemni skladi v resnici (Foley, 2021).

3.1.2 Pritisk na stroške upravljanja skladov

Medtem ko prehod na cenejše pasivno upravljane naložbe že sam po sebi povzroča nižje prihodke za upravljavce, pritisk na znižanje stroškov upravljanja ni nov. PwC (2021) predvideva, da bodo stroški upravljanja aktivnih in pasivnih skladov do leta 2025 za tretjino manjši od ravni v letu 2019. Slika 4 prikazuje nižanje stroškov upravljanja skladov v ZDA z leti in predvideno nadaljnje znižanje stroškov do leta 2025.

Slika 4: Nižanje stroškov upravljanja aktivnih in pasivnih skladov v ZDA



Vir: PwC (2021).

3.1.3 Združitve in prevzemi

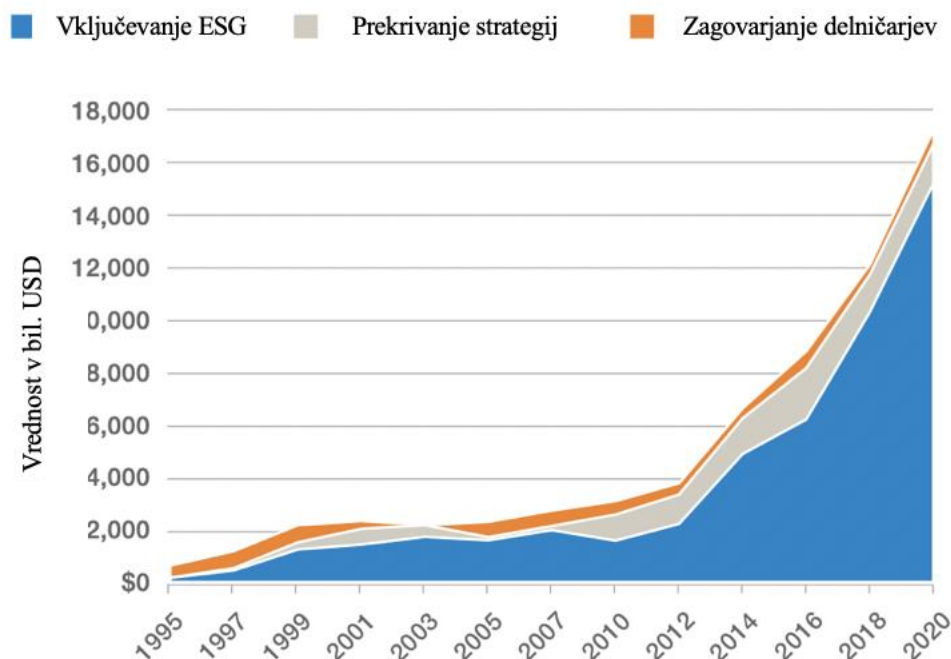
Trend, ki je tudi povezan z nižjimi stroški upravljanja, so združevanja in prevzemi na področju upravljanja premoženja. Bain (2021) izpostavlja, da je velikost upravljavcev pomembna, in pričakuje vse več združenj in prevzemov med upravljavci premoženja, saj bodo po tej poti povečali količino sredstev v upravljanju. Pri tradicionalnih aktivnih upravljavcih premoženja srednje velikosti bo prišlo do združitve moči zaradi boljše učinkovitosti, ki bo omogočila financiranje zmogljivosti, kot sta načrtovanje in gradnja portfelja. S spreminjanjem panoge upravljanja premoženja se bodo hitreje razvijala tista podjetja, ki bodo izbrala pravi model in pravilno izkoristila svoje sposobnosti združevanja in prevzemov.

3.2 Družbeno odgovorno vlaganje

Družbeno odgovorno vlaganje je bilo v zadnjem desetletju eno od najhitreje rastočih področij v panogi upravljanja premoženja. Glede na poročilo ameriške fundacije SIF za leto

2020 o trendih trajnostnega vlaganja in vlaganja z učinkom (angl. impact investing) v ZDA je bil ob koncu leta 2019 vsak tretji dolar pod strokovnim upravljanjem v ZDA upravljan v skladu s strategijami trajnostnega razvoja (US SIF, 2020). Na sliki 5 vidimo rast sredstev v trajnostno upravljanjih strategijah v ZDA.

Slika 5: Trajnostno vlaganje v ZDA med 1995 in 2020



Vir: US SIF Foundation (2020).

3.2.1 Izzivi družbeno odgovornega vlaganja

Ne glede na rast družbeno odgovornega vlaganja pa ostajajo nekateri izzivi za vlagatelje. Vlagateljem je še zmeraj težko priti do natančnih podatkov o okoljskih, socialnih in upravljavskih (ESG) evidencah. Povpraševanja po tako imenovanih skladih »ESG« je čedalje več, vendar razumevanja, kam vlagati denarni tok, ni veliko. Težava je najpogosteje pomanjkanje primerljivih in zanesljivih podatkov o trajnostnih kazalnikih (Pavoni, 2021).

Evropska unija (v nadaljevanju EU) se trenutno že ukvarja z izboljšanjem preglednosti in dostopom do podatkov na področju trajnostnih kazalnikov. Z množico pravil in direktiv si prizadeva določiti kriterij za trajnostne naložbe v svojih državah članicah in zagotoviti jasnejše standarde poročanja. Marca je EU sprejela uredbo SFDR, ki od vseh finančnih podjetij zahteva, da obvladujejo trajnostna tveganja svojih dejavnosti ter vpliv teh dejavnosti na okolje in ljudi (Pavoni, 2021).

3.2.2 Donosi družbeno odgovornega vlaganja

Donosnost družbeno odgovornih naložb je pogosta tema študij, vendar niso poenotene. Empirični rezultati študij povezanosti uspešnosti družbeno odgovornih naložb in celotnega trga so prikazali pozitivni, negativni in nevtralni učinek družbeno odgovornega vlaganja na donosnost. Na podlagi tega Revelli in Viviani (2015) trdita, da povezanosti med družbeno odgovornim vlaganjem in donosnostjo ni.

3.2.3 Vlaganje v družbeno odgovorne sklade

Kljub temu da ni povsem očitno kakšen je vpliv družbeno odgovornega vlaganja na donosnost, pa je zanimivo, da večji del vlagateljev v tak tip skladov pričakuje nižjo donosnost kot pri običajnih skladih. Na podlagi tega bi lahko sklepali, da so se družbeno odgovorni vlagatelji pripravljani odreči donosom, za možnost vlaganja v take strategije (Riedl & Smeets, 2017). Kot pomembne dejavnike za izbiro družbeno odgovornih vzajemnih skladov sta Riedel in Smeets (2017) opredelila družbene preference in pomembnost dobrega družbenega položaja vlagateljev.

3.3 Vzajemni skladi in covid-19

Covid-19 je s svojo gospodarsko in družbeno motnjo ponovno izpostavil nekatere izzive, s katerimi se srečujejo vzajemni skladi. PwC (2021) ugotavlja, da ti izzivi ostajajo enaki kot v preteklosti, vendar je covid-19 poskrbel za pospešitev trendov in upravljavci vzajemnih skladov bodo morali ukrepati še hitreje za ohranitev svojega položaja. Še vedno so v ospredju zmanjševanje provizij in počasnejša rast sredstev v upravljanju, a se vse dogaja v krajšem časovnem okviru in s hujšimi posledicami.

Za boljše razumevanje vpliva pandemije na panogo vzajemnih skladov sta Pástor in Vorsatz (2020) naredila obsežno analizo uspešnosti in tokov aktivno upravljanih delniških vzajemnih skladov v ZDA med krizo covid-19 v letu 2020. Avtorja sta poskušala potrditi domnevo, da aktivni upravljavci skladov v času krize prinašajo višje donose kot primerljive pasivno upravljane naložbe. Na podlagi dnevnih donosov aktivnih delniških skladov v kriznem obdobju med 20. februarjem in 30. aprilom 2020 sta ugotovila, da aktivni skladi v času krize covid-19 niso premagali svojih pasivnih meril uspešnosti. Kljub slabšim donosom aktivno upravljanih skladov pa je študija prepoznala nekaj dejavnikov kot napovedovalce uspešnosti skladov. Eden od dejavnikov uspešnosti je ocena trajnosti, ki jo dodeli Morningstar. Skladi z višjo stopnjo trajnosti glede na Morningstarov kriterij trajnosti so imeli višje donose, prilagojene referenčnim vrednostim. Poleg ocene trajnosti je bila kot dejavnik uspešnosti prepoznana tudi značilna Morningstar ocena sklada. Skladi z višjo oceno Morningstar so presegli donose skladov z nižjo oceno Morningstar. Na podlagi študije sta avtorja ugotovila, da so vlagatelji v času krize covid-19 ostali osredotočeni na trajnost in jo vidijo kot nekaj nujnega.

4 DEJAVNIKI USPEŠNOSTI AKTIVNEGA VLAGANJA V AKADEMSKI LITERATURI

V tem sklopu magistrskega dela smo naredili obsežen pregled literature na temo dejavnikov uspešnosti aktivnega vlaganja vzajemnih skladov. Izbrali smo strokovne vire z zadostnim številom citiranj (nad 50 citiranj) in večjo pozornost namenili dejavnikom, ki so bili omenjeni večkrat. Večina študij je narejenih na delniških vzajemnih skladih odprtega tipa v ZDA, vendar je nekaj študij za obseg podatkov uporabilo vzajemne sklade na drugih tujih trgih, pa tudi vključilo obvezniške vzajemne sklade. Praviloma je bil za izračun alfe uporabljen trifaktorski (Fama & French, 1992) ali štirifaktorski (Carhart, 1997) model vrednotenja dolgoročnih naložb.

4.1 Dejavniki uspešnosti na ravni sklada

Najprej predstavimo literaturo, ki obsega dejavnike na ravni sklada in portfelja. Obravnavamo študije, ki obravnavajo aktivni delež, koncentracijo portfelja, stroške upravljanja, obrat portfelja in ekonomije obsega pri upravljanju skladov. Raziskati skušamo, ali obstajajo karakteristike na ravni sklada, na podlagi katerih bi lahko prepoznali tiste, ki so sposobni doseči nadpovprečne donose.

4.1.1 Aktivni delež

Aktivni delež je merilo, ki sta ga uvedla Cremers in Petajisto (2009), ter je alternativno merilo stopnje aktivnosti upravljavca portfelja. Aktivni delež temelji na podatkih o portfeljskih deležih in opisuje, kako se pozicije portfelja razlikujejo od pozicij primerjalnega indeksa. V svoji raziskavi sta ugotovila pozitiven vpliv na uspešnost sklada, kadar so bili upravljavci aktivni. Aktivni delež je absolutna razlika v pozicijah portfelja sklada in njegovega primerjalnega indeksa. Razpon aktivnega deleža je od 0 % (čisti indeksni skladi) do 100 % (brez prekrivanja pozicij s primerjalnim indeksom). Skladi, ki presegajo 60 % aktivnega deleža, se na splošno štejejo za resnične aktivno upravljane sklade (Cremers & Petajisto, 2009).

Aktivni delež se izračuna tako, da se vzame vsota absolutne vrednosti razlik med ponderji vsake pozicije v portfelju upravljavca in ponderji vsake pozicije v primerjalnem indeksu in se deli z 2. Izračun aktivnega deleža prikazuje enačba (6).

$$\text{aktivni delež} = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N |w_{sklad,i} - w_{indeks,i}|, \quad (6)$$

kjer je (Cremers & Petajisto, 2009):

$w_{sklad,i}$ ponder pozicije v portfelju upravljavca,
 $w_{indeks,i}$ ponder pozicije v primerjalnem indeksu.

Cremers in Pareek (2016) sta kasneje nadgradila obstoječo študijo in ugotovila, da sta poleg visokega aktivnega deleža potrebni tudi visoka stopnja prepričanja in potrpežljivost, merjeni z obratom portfelja in dobo lastništva.

4.1.2 Koncentracija portfelja

Aktivni upravljalci vzajemnih skladov se lahko odločijo za odstopanje od dobro razpršenega portfelja tako, da se osredotočajo na manjše število pozicij ali pa se osredotočijo na svoje deleže v panogah, kjer imajo nekakšno informacijsko prednost (Kacperczyk, Sialm & Zheng, 2005). Domneva se, da bi s koncentracijo najboljših idej upravljaec moral doseči najboljše rezultate, saj tako uspešnosti ne oslabijo pozicije, ki jih drži zgolj za razpršenost portfelja (Sapp & Yan, 2008). S povečano koncentracijo portfelja pa gre pričakovati tudi povečanje idiosinkratične nestanovitnosti sklada (Fulkerson & Riley, 2019).

Koncentracija panog. Kacperczyk, Sialm in Zheng (2005) so se v svoji študiji osredotočili na povezanost med koncentracijo posameznih panog in uspešnostjo aktivno upravljanih skladov. Prišli so do ugotovitve, da so skladi s koncentriranimi portfelji na ravni panog uspešnejši od skladov z razpršenimi portfelji. Ta ugotovitev kaže na to, da so sposobnosti aktivnega upravljanja bolj očitne med upravljalci, ki imajo koncentrirane portfelje v zgolj nekaterih panogah. Ugotovitev velja za sklade znotraj vseh naložbenih razredov z izjemo visoko kapitalizacijskih »value« naložbenih strategij.

Brands, Brown in Gallagher (2005) so v svoji študiji koncentracijo definirali glede na delež portfelja v delnicah, panogah in sektorjih ter glede na to, kako ti odstopajo od primerjalnega indeksa. Prišli so do enake ugotovitve kot Kacperczyk, Sialm in Zheng (2005), da obstaja pozitivna povezanost med uspešnostjo skladov in koncentracijo panog v portfelju.

Koncentracija pozicij. Brands, Brown in Gallagher (2005) so v svoji študiji prav tako ugotovili pozitivno povezanost med koncentracijo portfelja na ravni vrednostnih papirjev, kar je skladno s tem, da uspešni aktivni upravljalci držijo portfelje z večjo koncentracijo. Za razliko od koncentracije panog pa ugotovitve tukaj niso povsem poenotene. Sapp in Yan (2008) sta prav tako proučevala, ali skladi, osredotočeni na manjše število pozicij, vlagateljem ponujajo višje donose. Ugotovila pa sta nasprotno, da upravljalci z bolj koncentriranimi portfelji po upoštevanju stroškov upravljanja prinašajo nižje donose.

4.1.3 Stroški upravljanja

Stroški upravljanja so eden od dejavnikov, o vplivu katerega je stroka najbolj poenotena. Že Carhart (1997) je v svoji študiji prišel do zaključka, da so stroški upravljanja negativno povezani z uspešnostjo sklada. Prav tako je bil cilj študije Gil-Bazo in Ruiz-Verdu (2005) ugotoviti, kakšna je povezanost med stroški upravljanja in uspešnostjo vzajemnih skladov. Na podlagi študije sta avtorja potrdila domnevo, da obstaja negativna povezanost med stroški

upravljanja in uspešnostjo skladov. V sklopu študije sta prišla še do zanimive ugotovitve, da obstaja negativna povezanost že med stroški upravljanja in uspešnostjo pred upoštevanjem stroškov upravljanja. Avtorja domnevata, da skladi strateško določajo stroške upravljanja kot funkcijo pretekle ali pričakovane uspešnosti in si razlagajo obstoj tega razmerja na tri načine:

- skladi s slabšo preteklo uspešnostjo imajo skupino vlagateljev, ki so manj občutljivi na uspešnost sklada,
- skladi z nižjo pričakovano uspešnostjo optimalno določajo višje stroške upravljanja in ciljajo na vlagatelje, ki so neobčutljivi na uspešnost,
- skladi z nižjo pričakovano uspešnostjo se tržijo vlagateljem, neobčutljivim na uspešnost, kar povzroča višje stroške distribucije in se odraža v višjih stroških upravljanja.

Tudi Gottesman in Morey (2006) sta v ugotavljanju sposobnosti posameznih dejavnikov za napovedovanje uspešnosti vzajemnih skladov v nastajajočih trgih kot edini dejavnik za dosledno napovedovanje uspešnosti prepoznala stroške upravljanja.

4.1.4 Obrat portfelja

Za aktivno upravljane sklade, ki presegajo donose indeksnih skladov, obstaja ideja, da so višje ravni trgovanja in višji obrat portfelja povezani z boljšo sposobnostjo izbora vrednostnih papirjev (Wermers, 2000). To idejo je pod vprašaj postavil že Carhart (1997), ki je prišel do ugotovitve, da je obrat portfelja negativno povezan z uspešnostjo sklada. Do podobnega zaključka sta prišla tudi Cremers in Pareek (2015) v svoji študiji o aktivnem deležu. Ugotovila sta, da imajo skladi, ki pogosto trgujejo, na splošno slabše donose, vključno s tistimi z visokim aktivnim deležem. Med portfelji z visokim aktivnim deležem imajo nadpovprečne donose le tisti s povprečno dobo lastništva več kot dve leti.

Pástor, Stambaugh in Taylor (2017) so raziskali tudi idejo, da skladi trgujejo več, kadar zaznajo večje možnosti za dobiček. Prišel je do ugotovitve, da so aktivni vzajemni skladi, ki trgujejo več, bolj uspešni. To je nasprotno z ugotovitvami že omenjenih študij. Dodatno so ugotovili, da je ta povezanost še posebej močna za majhne sklade z visokimi stroški upravljanja. To utemeljujejo s tem, da imajo skladi z višjimi stroški upravljanja večjo sposobnost prepoznavanja priložnosti in z manjšimi sredstvi v upravljanju so te priložnosti zmožni bolj izkoristiti.

Dowen in Mann (2004) sta v svoji študiji obravnavala vpliv obrata portfelja tako na delniške kot tudi obvezniške sklade. Avtorja sta našla pozitivno povezanost med trgovanjem in donosom za obvezniške sklade, za razliko od delniških skladov, kjer je bila ta povezanost negativna.

4.1.4 Vpliv ekonomije obsega na uspešnost

Eden od dejavnikov, za katerega bi pričakovali, da vpliva na uspešnost vzajemnih skladov, je velikost skladov in njihovih družin. Rast sredstev v upravljanju prinaša upravljavcem ekonomijo obsega, kar naj bi posledično povzročilo nižje stroške upravljanja, od katerih se vsaj nekateri prenesejo na vlagatelje (Elton & Gruber, 2013). Kljub temu pa je večina študij vsaj do neke mere poenotenih, da za rast vzajemnih skladov to ne drži povsem.

Velikost sklada. Chen, Hong, Huang in Kubik (2004) so v svoji študiji raziskali učinek ekonomije obsega na uspešnost aktivno upravljanih skladov. Ugotovili so, da se donos skladov pred in po upoštevanju stroškov upravljanja zmanjšuje z velikostjo sklada, tudi ob upoštevanju različnih kazalnikov uspešnosti. Ta sklep je ponovljen v delu Ferreira, Keswani, Miguel in Ramos (2013). Indro, Jiang, Hu in Lee (1999) prav tako ugotavljajo, da prihaja do zmanjšanja donosov z velikostjo sklada, vendar šele, ko ta preseže svojo optimalno velikost. Hkrati ugotavljajo, da morajo aktivno upravljeni skladi doseči minimalno stopnjo sredstev v upravljanju, preden lahko dosežejo donose, potrebne za kritje stroškov upravljanja.

Chen, Hong, Huang in Kubik (2004) so v svoji študiji našli dokaze, da se z velikostjo sklada zmanjšuje njegova uspešnost. V iskanju možnih razlag te povezanosti so ugotovili, da je ta najbolj izrazita med skladi, ki vlagajo v majhne in nelikvidne delnice. To kaže na to, da je likvidnost pomemben razlog za zmanjševanje uspešnosti ob rasti skladov.

Velikost družine sklada. Dodatno so Chen, Hong, Huang in Kubik (2004) preverili, ali se tudi z velikostjo družine sklada zmanjšuje uspešnost sklada, za kar pa so ugotovili, da ta uspešnosti sklada ne zmanjšuje bistveno. Ob nadzoru za velikost sklada se donos sklada ne zmanjšuje z velikostjo družine, ki ji pripada, temveč se donos poveča. Ugotovitev kaže, da obseg ni nujno slab za uspešnost, in kot razlog za to navajajo obstoj ekonomij obsega na ravni provizij za trgovanje in nadomestil za posojanje vrednostnih papirjev. Do iste ugotovitve glede vpliva velikosti družine sklada so prišli tudi v delu Ferreira, Keswani, Miguel in Ramos (2013).

4.2 Dejavniki uspešnosti, vezani na upravljavca

Uspešen postopek izbire upravljavca lahko vlagatelju doda vrednost, zato je pomembno raziskati, ali obstajajo karakteristike na ravni upravljavca, na podlagi katerih bi lahko prepoznali tiste, ki so sposobni doseči nadpovprečne donose. V tem delu predstavimo literaturo, ki obsega dejavnike na ravni upravljavca. Obravnavamo študije, ki obravnavajo izobrazbo upravljavcev, strukturo upravljavcev, lastniški delež in plačilno strukturo upravljavcev.

4.2.1 Izobrazba upravljavcev

Chevalier in Ellison (1999) sta v svoji študiji med drugim obravnavala tudi povezanost med uspešnostjo sklada in značilnostmi upravljavca. Ugotovila sta, da so rezultati SAT na šolah, ki so jih upravljavci zaključili, edini dejavnik, ki napoveduje uspešnost sklada. Njuni študiji sta sledila Gottesman in Morey (2007), ki sta v središče proučevanja postavila odnos med izobrazbo upravljavca in uspešnostjo vzajemnih skladov. Avtorja sta prišla do treh glavnih zaključkov:

- povprečna ocena GMAT programa MBA, ki ga je zaključil upravljavec sklada, je pozitivno povezana z uspešnostjo sklada,
- upravljavci, ki imajo diplome iz programov MBA z visoko povprečno oceno GMAT, so bolj uspešni od upravljavcev brez diplome MBA in upravljavcev iz programov MBA z nizko povprečno oceno GMAT,
- ni povezanosti med listino CFA, podiplomskimi programi, ki niso MBA, ali doktorskimi programi znanosti in uspešnostjo vzajemnih skladov.

4.2.2 Struktura upravljavcev

Sklad je lahko upravljan individualno ali z več upravljavci. Ferreira, Keswani, Miguel in Ramos (2013) so proučili dejavnike uspešnosti odprtih aktivno upravljanih skladov. Na globalnem vzorcu skladov so avtorji našli dokaze, da so individualno upravljeni skladi uspešnejši od skladov, ki jih upravlja skupina upravljavcev. Do istih ugotovitev so prišli tudi Chen, Hong, Huang in Kubik (2004).

Bär, Kempf in Ruenzi (2005) so prav tako prišli do ugotovitve, da upravljanje s skupino upravljavcev negativno vpliva na uspešnost sklada. Dodatno so ugotovili, da skladi, ki jih upravljajo skupine upravljavcev, kažejo bistveno manjše nesistematično tveganje kot tisti z individualnim upravljavcem. Skupine upravljavcev so v svojem naložbenem slogu manj ekstremne in skozi čas bolj konsistentne. Nasprotno pa empirični rezultati Prather in Middleton (2002) kažejo, da med uspešnostjo skupinsko in individualno upravljanih skladov ni bistvene razlike.

Ugotovitve o gonilnikih strukture upravljavcev v delu Bär, Kempf in Ruenzi (2005) kažejo, da je izbira strukture upravljavcev strateška odločitev, ki jo običajno za vse sklade sprejme najvišje vodstvo družine skladov.

4.2.3 Lastniški delež

Eden od pomembnih mehanizmov za ublažitev problema razmerja principal-agent (angl. agency conflict) je lastniški delež upravljavcev (Faisal, Majid & Sakir, 2020). Marca 2005 je ameriška Komisija za vrednostne papirje in borze sprejela novo pravilo, ki od ameriških vzajemnih skladov zahteva razkritje lastništva upravljavcev portfelja v skladu (Ma & Tang,

2019). Od takrat so informacije o lastniških deležih postale bolj dostopne in več študij se je poglobilo v raziskavo povezanosti lastniških deležev upravljavcev z uspešnostjo skladov.

Lastniški delež upravljavcev. Lastniški delež upravljavcev je bil središče študije Khorana, Servaes in Wedge (2007), v kateri so ugotavljali povezanost med lastniškim deležem upravljavcev in uspešnostjo sklada. V svoji študiji so lastniški delež upravljavcev izračunali kot delež upravljavca v skupni vrednosti sredstev sklada, ne pa kot absolutno vrednost v dolarjih. Prišli so do zaključka, da je tveganju prilagojena uspešnost pozitivno povezana z lastniškim deležem upravljavcev. Do istega zaključka je v svoji študiji prav tako prišla Evans (2008).

Khorana, Servaes in Wedge (2007) so dodatno ugotovili, da je lastniški delež upravljavcev večji pri skladih z višjimi donosi v preteklosti, nižjimi provizijami, manj sredstvi v upravljanju, daljšem stažu upravljavcev in skladih znotraj manjših družin skladov. Skoraj polovica vseh upravljavcev ima lastniški delež v skladu, vendar so absolutne vrednostni majhne.

Lastniški delež neodvisnih direktorjev. Cremers, Driessen, Maenhout in Weinbaum (2009) so v svojem delu prav tako proučevali usklajenost interesov vodstva sklada z interesi delničarjev sklada, vendar so pod drobnogled vzeli lastniški delež direktorjev sklada. Glavna ugotovitev je bila, da so lastniški deleži neodvisnih in ostalih direktorjev pomembni za uspešnost sklada. Cremers, Driessen, Maenhout in Weinbaum (2009) so prišli do ugotovitve, da so skladi z nižjim lastniškim deležem direktorjev manj uspešni.

4.2.4 Plačilna struktura upravljavcev

Plačilo je lahko motivator pri delu in različne plačilne strukture lahko imajo različne vplive na uspešnost tudi pri upravljavcih vzajemnih skladov. Plačilna struktura dohodkov upravljavcev vzajemnih skladov je običajno fiksna plača in dodatek k uspešnosti. Upravljavci so lahko dodatno plačani glede na celotno premoženje v upravljanju. Ma, Tang in Gomez (2019) so v svojem delu raziskali vpliv plačilne strukture upravljavcev na uspešnost sklada v prihodnosti. V svojem delu so prišli do ugotovitve, da razlika v prihodnji uspešnosti sklada ni povezana z nobenim tipom plačilnega aranžmaja. Dodatno so ugotovili, da imajo skladi s plačilno strukturo, vezano na uspešnost, višje stroške za svetovanje in manjše stroške za trženje in distribucijo. Pri skupnih stroških upravljanja pa ni razlike med skladi s plačilno strukturo, vezano na uspešnost, in tistimi brez.

4.3 Ostali dejavniki

Izpostavljamo še dva dejavnika, ki sta bila prepoznana kot uporabna za ugotavljanje uspešnosti vzajemnih skladov v prihodnosti. Dejavnika vrzel v donosu in značilnosti upravnega odbora sta uporabna pri napovedovanju uspešnosti vzajemnih skladov, vendar so

študije o obeh dejavnikih omejene. Dodatno kot dejavnik omenimo še Morningstar oceno, kjer pa sklepi o vplivu na uspešnost vzajemnih skladov v prihodnosti niso povsem poenoteni.

4.3.1 Vrzel v donosu

Kacperczyk, Sialm in Zheng (2008) v svoji študiji ugotavljajo, da vrzel v donosu napoveduje nadpovprečne donose v prihodnosti. Vrzel v donosnosti definirajo kot razliko med dejanskim donosom sklada in hipotetičnim donosom, ki bi bil realiziran, če bi imel sklad še naprej pozicije, ki jih je imel ob zadnjem poročanju.

4.3.2 Značilnosti upravnega odbora

Ding in Wermers (2012) sta na podlagi vzajemnih delniških skladov v ZDA obravnavala povezanost med uspešnostjo sklada in strukturo upravljanja. Našla sta pozitivno povezanost med neodvisnostjo uprave in uspešnostjo skladov v prihodnosti.

4.3.3 Morningstar ocena

Blake in Morey (2000) sta v svoji študiji proučila Morningstarov sistem ocenjevanja kot napovedovalec uspešnosti vzajemnih skladov. Ugotovila sta, da skladi z nizko Morningstar oceno na splošno napovedujejo slabšo uspešnost skladov v prihodnosti. V svoji študiji nista našla močnih dokazov o tem, da so skladi z najvišjo Morningstar oceno v prihodnosti bolj uspešni. Prišla sta do zaključka, da je Morningstar ocena v najboljšem primeru le malenkost boljši napovedovalec uspešnosti od alternativnih kazalnikov. Kljub temu pa sta Pástor in Vorsatz (2020) v že omenjeni študiji ugotovila, da so skladi z višjo Morningstar oceno presegli donose skladov z nižjo Morningstar oceno. Do ugotovitve sta prišla pri analizi aktivno upravljanih delniških skladov v ZDA med covid-19 krizo v letu 2020.

5 EMPIRIČNA ANALIZA

Teoretične osnove v tem delu dopolnimo še z empiričnim delom magistrskega dela. Viri literature, ki smo jih predstavili skozi magistrsko delo, nakazujejo obstoj določenih dejavnikov, ki bi lahko pomagali napovedati uspešnost vzajemnih skladov v prihodnosti. V tem sklopu poskušamo na podlagi regresijske analize, izvedene na vzorcu vzajemnih skladov iz podatkovne baze Morningstar, odgovoriti na naši raziskovalni vprašanji:

- R1: Ali obstajajo dejavniki, na podlagi katerih bi lahko prepoznali tiste sklade, ki bodo v prihodnosti bolj verjetno dodali vrednost in prekosili primerljive pasivno upravljane sklade?

- R2: Ali obstajajo dejavniki, na podlagi katerih bi lahko prepoznali tiste sklade, ki v prihodnosti bolj verjetno ne bodo dosegali donosov primerljivih pasivno upravljanih skladov?

5.1 Vzorec in omejitve raziskave

V naši raziskavi se bomo osredotočili le na ameriške vzajemne sklade odprtega tipa. Do podatkov o ameriških in globalnih vzajemnih skladih lahko dostopamo znotraj platforme Morningstar Office. Morningstar Office je platforma za upravljanje portfeljev in vsebuje eno od najbolj obsežnih podatkovnih baz z vzajemnimi skladi. V naši raziskavi smo zajeli vse ameriške vzajemne sklade odprtega tipa iz vseh naložbenih razredov vzajemnih skladov, ki so bili na platformi 27. septembra 2021. Ker imajo vzajemni skladi več razredov delnic, smo za preprečevanje večkratnega upoštevanja različnih razredov istega sklada vzeli le najstarejši razred delnic (angl. oldest share class), ki je na voljo. Izločili smo tiste vzajemne sklade, za katere podatki o posameznih spremenljivkah niso bili na voljo. Platforma tudi definira indeksne sklade, ki smo jih za našo analizo izločili iz vzorca. Filter na sliki 6 nam omogoča izbor in izločanje skladov znotraj platforme glede na določene parametre.

Slika 6: Filtriranje vzajemnih skladov glede na določene parametre

Row	Rel	Field Name	Operator	Value
1	---	Oldest Share Class	=	Yes
2	And	Index Fund	=	No
3				
4				
5				
6				
7				
8				
9				
10				

View Field Name: By Category Alphabetically

Items Searched: 0 Items Found: - Run Search

Help OK Cancel

Vir: Morningstar Office (2021).

S pomočjo okenca »indeksni sklad« smo filtrirali aktivne in pasivne sklade. S pomočjo filtra smo izločili sklade, ki sledijo določenemu indeksu in skušajo ujemati njihove donose. Medtem ko ima indeks običajno veliko večji portfelj kot vzajemni sklad, lahko upravljavci sklada proučijo gibanje indeksa tako, da razvijejo reprezentativno vzorčenje in sorazmerno ujemanje sektorjev (Morningstar Office, 2021). S pomočjo okenca »najstarejši razred

delnic« smo filtrirali razrede delnic posameznih skladov tako, da je ostal le najstarejši razred delnic za vsak sklad.

5.2 Pomanjkljivosti podatkovne baze

Glavni vir podatkov, ki smo jih vključili v analizo posameznih dejavnikov uspešnosti, je podatkovna baza Morningstar. Ta je v študijah o vzajemnih skladih ena od najbolj pogosto uporabljenih podatkovnih baz (Elton, Gruber & Blake, 2011). Ena od težav podatkovne baze Morningstar je pristranskost preživetja (angl. survivorship bias). Do tega prihaja, ker nekatere podatkovne baze vključujejo le vzajemne sklade, ki trenutno delujejo, njihovo preživetje pa je odvisno od uspešnosti v preteklih obdobjih. Posledično se pri upoštevanju takšnega vzorca povprečna uspešnost običajno poveča z daljšim časovnim obsegom vzorca (Carhart, Carpenter, Lynch & Musto, 2002). Za nas to ne predstavlja velike težave, saj gledamo relativne uspešnosti na podlagi izbranih dejavnikov za dokaj kratko časovno obdobje.

5.3 Dejavniki uspešnosti

Podatke o drugih pojasnjevalnih spremenljivkah, uporabljenih v naši analizi, smo prav tako pridobili iz podatkovne baze Morningstar. Od 15 dejavnikov, omenjenih v pregledu literature, smo iz podatkovne baze Morningstar uspeli pridobiti informacije o osmih dejavnikih:

- koncentracija portfelja,
- stroški upravljanja,
- obrat portfelja,
- velikost sklada,
- velikost družine sklada,
- struktura upravljavcev,
- lastniški delež upravljavcev,
- Morningstar ocena.

Vključili smo tudi spremenljivko mandat upravljavcev, ki ni bila zajeta znotraj pregleda literature. Kljub temu se nam je zdelo, da bi spremenljivka lahko bila uporabna za napovedovanje uspešnosti sklada v prihodnosti. Za vse vrednosti spremenljivk smo vzeli njihove sporočene vrednosti iz podatkovne baze Morningstar 27. septembra 2021.

Podobne pojasnjevalne spremenljivke so za temelj svoje raziskave izbrali Ferreira, Keswani, Miguel in Ramos (2013). V svojem delu so za spremenljivke uporabili velikost sklada, velikost družine sklada, stroške upravljanja in strukturo upravljavcev, s to razliko, da so pri izračunu velikosti družine sklada vzeli le vsoto sredstev vseh delniških skladov, ki jih upravlja določeno podjetje. Mi smo za spremenljivko uporabili vrednost, ki predstavlja vsoto

sredstev znotraj vseh vrst vzajemnih skladov v upravljanju podjetja. Dodatno so Ferreira, Keswani, Miguel in Ramos (2013) v svojo študijo vključili starost sklada, skupne obremenitve sklada (angl. total loads), denarne tokove in število držav, kjer se sklad prodaja. Podatke o svojih spremenljivkah so pridobili iz podatkovne baze Lipper.

5.3.1 Koncentracija portfelja

Pri koncentraciji portfelja smo uspeli iz podatkovne baze pridobiti podatek, ki odraža koncentracijo pozicij v portfelju. Za spremenljivko smo uporabili neto število pozicij v portfelju sklada (Morningstar Office, 2021).

5.3.2 Stroški upravljanja

Za spremenljivko, ki odraža stroške upravljanja, smo uporabili neto razmerje stroškov iz letnega poročila sklada (angl. annual report net expense ratio). Ta predstavlja odstotek sredstev sklada, uporabljenih za plačilo obratovalnih stroškov in stroškov upravljanja, vključno s pristojbinami 12b-1, upravnimi taksami in vsemi drugimi stroški na podlagi sredstev, ki jih ima sklad, razen stroškov posredovanja. Stroški sklada se odražajo v čisti vrednosti sredstev v upravljanju sklada. Prodajni stroški niso vključeni v delež stroškov (Morningstar Office, 2021).

5.3.3 Obrat portfelja

Obrat portfelja je merilo trgovalne dejavnosti sklada. Izračuna se tako, da vzamemo manjšo vrednost od nakupov ali prodaj in jo delimo s povprečno mesečno čisto vrednostjo premoženja. Pri nakupih ali prodajah se ne upošteva vrednostnih papirjev z zapadlostjo, krajšo od enega leta (Morningstar Office, 2021).

Nizka vrednost obrata portfelja (20–30 %) nakazuje strategijo nakupa in zadržanja. Visoka vrednost obrata portfelja (več kot 100 %) pa nakazuje naložbeno strategijo, ki vključuje precejšen nakup in prodajo vrednostnih papirjev. Obrat portfelja z vrednostjo več kot 100 % ne pomeni nujno, da se je trgovalo z vsemi vrednostnimi papirji v portfelju. Odstotek v praksi predstavlja odstotek lastništva portfelja, ki se je v zadnjem letu spremenil (Morningstar Office, 2021).

5.3.4 Velikost sklada

Velikost sklada predstavlja skupni znesek denarja, ki se upravlja kot samostojen portfelj med razredi delnic sklada. Velikost sklada je uporabna pri merjenju velikost produkta in njegove priljubljenosti (Morningstar Office, 2021).

5.3.5 Velikost družine sklada

Za velikost družine sklada ni neposredno podanih informacij v podatkovni bazi Morningstar. Tukaj smo spremenljivko posredno izračunali na podlagi sredstev vsakega sklada znotraj vsake družine skladov. Za približek smo uporabili blagovno znamko (angl. branding name), pod katero se trži skupina skladov. Ta je podana v podatkovni bazi. Na podlagi tega smo izračunali, koliko sredstev ima vsaka blagovna znamka v upravljanju med vsemi svojimi skladi. Za izračun smo uporabili sredstva, ki jih upravljajo družine skladov znotraj ameriških vzajemnih skladov odprtega tipa.

5.3.6 Struktura upravljavcev

V naš model smo dodali umetno (angl. dummy) spremenljivko, in sicer strukturo upravljavcev. Znotraj podatkovne baze Morningstar lahko vidimo ime posameznika ali posameznikov, ki so neposredno odgovorni za upravljanje portfelja (Morningstar Office, 2021). Na podlagi informacij o trenutnih upravljavcih skladov smo pridobili podatke o tem, ali posamezni sklad upravlja eden ali več upravljavcev. Skladom, upravljanim z enim upravljavcem, smo določili vrednost 0, tistim, ki jih upravlja več upravljavcev, pa smo določili vrednost 1.

5.3.7 Lastniški delež upravljavcev

Znotraj podatkovne baze Morningstar imamo na voljo podatke o stopnji lastništva upravljavcev (angl. manager ownership level). Ta označuje sredstva, ki so v lasti upravljavcev v njihovem portfelju. Stopnje lastništva predstavljajo razpone, lestvica pa tudi označuje tiste sklade, v katerih upravljavci nimajo nobenega lastniškega deleža (Morningstar Office, 2021). Za lažjo izvedbo analize smo dodali umetno spremenljivko, kjer smo skladom brez lastniškega deleža določili vrednost 0, tistim, pri katerih imajo upravljavci vsaj nek lastniški delež, pa smo določili vrednost 1.

5.3.8 Morningstar ocena

Morningstar ocenjuje vzajemne sklade glede na njihovo uspešnost. Morningstar glede na določen kriterij posameznim skladom dodeli oceno od 1 do 5 (1 predstavlja najslabšo oceno, 5 pa najboljšo). Skladi, ki so imeli v preteklosti višje donose kot večina skladov znotraj istega naložbenega razreda, prejmejo štiri ali pet zvezdic, medtem ko skladi, ki so bili slabši, prejmejo eno ali dve zvezdici. (Morningstar Office, 2021).

5.3.9 Mandat upravljavcev

Iz podatkovne baze Morningstar smo pridobili tudi podatke o povprečnem mandatu upravljavcev skladov. Ta predstavlja število let, ki jih je trenutni upravljavec preživel v tej

vlogi. Za sklade z več kot enim upravljavcem je prikazana povprečna vrednost vseh upravljavcev (Morningstar Office, 2021).

5.4 Analiza uspešnosti ameriških vzajemnih skladov odprtega tipa

V tem delu smo uporabili linearno regresijsko funkcijo kot sredstvo za pregled povezanosti med uspešnostjo vzajemnih skladov in posameznimi dejavniki uspešnosti. Linearno regresijsko funkcijo smo ocenili s pomočjo programa SPSS (IBM, 2017).

Alfa je bila primarno merilo ustvarjanja vrednosti aktivnih upravljavcev, uporabljeno v naši analizi. Neto donos, primarna metrika, ki jo uporabljajo upravljavci naložb v podatkovni bazi Morningstar, je uporabljen za izračun donosov skladov in donosov primerjalnih indeksov. Na podlagi teh donosov nam podatkovna baza Morningstar ponuja vrednost alfa kot dano, izračunano po enačbi (2). Morningstar za izračun uporabi primerjalni indeks sklada, ki je naveden v prospektu (angl. prospectus) sklada.

Namen analize v programu SPSS je bil pokazati in ugotoviti, kako so posamezni dejavniki povezani z uspešnostjo vzajemnih skladov. Za preverjanje domnev, ki smo jih postavili na začetku magistrskega dela, smo potrebovali selekcijo podatkov za merilo uspešnosti vzajemnih skladov v vzorcu. Za testiranje teh domnev smo uporabili en parameter – triletno alfo.

Na podlagi informacij o donosnosti skladov smo analizirali 3-letno obdobje, ki se je končalo 31. avgusta 2021. Triletna alfa predstavlja povprečno letno vrednost alfe v opazovanem triletnem obdobju, izračunano iz mesečnih donosov skladov in primerjalnih indeksov.

5.4.1 Opisna statistika

Imeli smo populacijo vseh vzajemnih skladov odprtega tipa v Morningstar podatkovni bazi 27. septembra 2021. Izhodiščno število vseh skladov in njihovih delnic v bazi Morningstar je bilo 24.746. Po upoštevanju le najstarejše od delnic sklada smo prišli do 7.238 edinstvenih skladov. Po izločitvi indeksnih skladov iz vzorca je ostalo še 6.789 skladov. V analizi smo uporabili le podatke o tistih skladih, za katere smo imeli popolne informacije o vseh vrednostih. Z odstranitvijo skladov z manjkajočimi informacijami smo prišli do vzorca 5.762 skladov, na katerem smo izvedli analizo.

Odločili smo se, da odstranimo osamelce na podlagi njihovih standardiziranih ostankov (angl. standardized residuals). Odstranili smo vsa opazovanja z vrednostjo standardiziranih ostankov zunaj intervala vrednosti od 3,5 do -3,5. S tem smo iz vzorca dodatno izločili še 45 skladov. Regresijo smo izvedli na končnem vzorcu, ki je vseboval podatke o 5.717 skladih. V tabeli 3 so prikazane povprečne vrednosti in standardni odkloni posameznih spremenljivk.

Tabela 3: Povprečne vrednosti in standardni odkloni spremenljivk

Spremenljivke	Povprečje	Standardni odklon
Alfa (%)	-0,81	4,83
Koncentracija portfelja	297,14	655,38
Stroški upravljanja (%)	0,83	0,50
Obrat portfelja (%)	88,53	227,01
Velikost sklada (v mrd. USD)	2,83	10,40
Velikost družine sklada (v bil. USD)	0,28	0,53
Struktura upravljavcev (0=en upravljavec)	0,84	
Lastniški delež upravljavcev (0=brez)	0,59	
Morningstar ocena (5=najboljša ocena)	3,24	1,08
Mandat upravljavcev (v letih)	7,42	4,72

Vir: lastno delo.

Iz tabele 3 je razvidno, da je povprečna vrednost alfe negativna. Povprečna alfa znaša -0,81 % letno (standardni odklon 4,83 odstotne točke). To je v skladu z ugotovitvami Carharta (1997) in ostalih študij o aktivnem vlaganju, da aktivni upravljavci v povprečju ne presegajo donosov primerljivih indeksov. Vzajemni skladi znotraj našega vzorca so imeli v povprečju stroške upravljanja sklada v višini 0,84 %. Na podlagi tega lahko vidimo, da ima sklad povprečnega aktivnega upravljavca pozitivno alfo pred upoštevanjem stroškov upravljanja sklada.

Ker sta spremenljivki struktura upravljavcev in lastniški delež upravljavcev umetni spremenljivki, njunih standardnih odklonov v tabeli 3 nismo vključili, saj ne predstavljata statistično uporabnih vrednosti. Kljub temu, da smo za lažjo izvedbo empirične analize dodali umetne spremenljivke za strukturo upravljavcev in lastniški delež upravljavcev, pa smo podrobneje pregledali vrednosti teh dveh spremenljivk.

Glede na naš vzorec vzajemnih skladov je iz tabele 4 razvidno, da je približno 34 % vseh skladov upravljanih z dvema upravljavcema. To je znotraj našega vzorca daleč najbolj pogosta struktura. Ugotovili smo, da je le približno 16 % vseh skladov upravljanih individualno, medtem, ko približno 26 % vseh skladov upravlja skupina treh upravljavcev. Glede na naš vzorec skladov je približno 24 % vseh skladov upravljanih s skupino več kot treh upravljavcev.

Tabela 4: Struktura upravljavcev

Število upravljavcev	Delež (%)
Eden	15,79
Dva	33,81
Trije	26,29
Več kot trije	24,10

Vir: lastno delo.

Lastniški deleži v podatkovni bazi Morningstar predstavljajo razpone vrednosti. Lestvica predstavlja sedem kategorij, kjer najmanjšo vrednost predstavljajo skladi brez lastniškega deleža upravljavcev, največjo vrednost pa predstavljajo skladi z lastniškim deležem upravljavcev nad 1 mil. USD. Pri skladih z več upravljavci smo vzeli največjo vrednost lastniškega deleža med vsemi upravljavci določenega sklada.

Iz tabele 5 je razvidno, da pri približno 41 % vseh skladov znotraj našega vzorca upravljavci nimajo lastniškega deleža v skladu. Zanimivo je, da pri približno 20 % vseh skladov lastniški delež upravljavcev znaša več kot 1 mil. USD. Več kot 45 % vseh skladov ima vsaj enega upravljavca z lastniškim deležem nad 100.000 USD. Na podlagi tega vidimo, da v kolikor upravljavec ima lastniški delež v skladu je ta relativno velik.

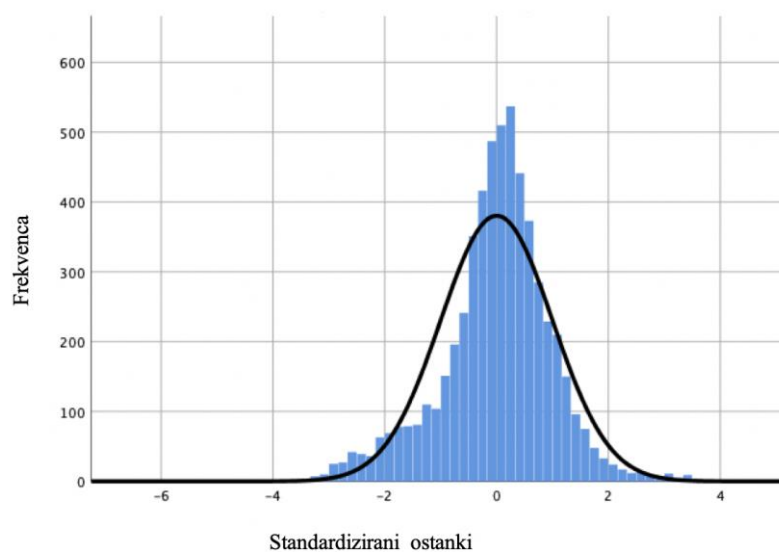
Tabela 5: Lastniški delež upravljavcev

Lastniški delež (\$)	Delež (%)
0	41,00
1 – 10.000	2,41
10.001 – 50.000	6,54
50.001 – 100.000	4,97
100.001 – 500.000	18,59
500.001 – 1.000.000	6,82
1.000.001 in več	19,66

Vir: lastno delo.

Slika 7 prikazuje približno normalno porazdelitev standardiziranih ostankov, s čimer je izpolnjena predpostavka o normalni porazdelitvi napak regresijskega modela.

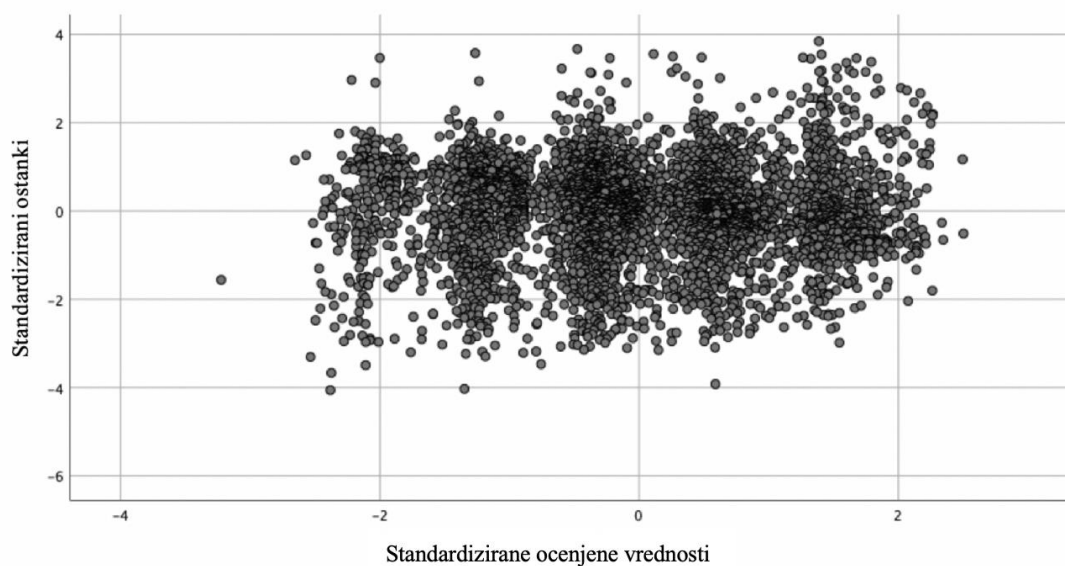
Slika 7: Porazdelitev standardnih ostankov



Vir: lastno delo.

Preverili smo tudi prisotnost heteroskedastičnosti z grafikonom standardiziranih ostankov in standardiziranih ocenjenih vrednosti (angl. standardized predicted values). Na podlagi razsevnega grafikona na sliki 8 lahko sklepamo, da v modelu nimamo težav s heteroskedastičnostjo.

Slika 8: Razsevni diagram standardiziranih ostankov in standardiziranih ocenjenih vrednosti



Vir: lastno delo.

Pregledali smo tudi, če je med spremenljivkami prisotna premočna multikolinearnost. Iz tabele 6 lahko vidimo, da so vrednosti VIF za vse pojasnjevalne spremenljivke manjše od 5. Na podlagi VIF-vrednosti lahko torej v model istočasno vključimo vse pojasnjevalne spremenljivke. V tabeli 6 so podani tudi rezultati ocenjenega regresijskega modela.

Tabela 6: Rezultati ocenjenega regresijskega modela

Pojasnjevalne spremenljivke	Ocenjeni koeficient	t-preizkus	p-vrednost	VIF
Regresijska konstanta	-5,278	-17,668	< 0,001	
Koncentracija portfelja	0,001	2,041	0,041	1,009
Stroški upravljanja (%)	-0,225	-1,745	0,081	1,223
Obrat portfelja (%)	0,001	2,273	0,023	1,023
Velikost sklada (v mrd. USD)	0,016	2,656	0,008	1,221
Velikost družine sklada (v bil. USD)	0,078	0,637	0,524	1,249
Struktura upravljavcev (0 = en upravljavec)	-0,876	-5,269	< 0,001	1,092
Lastniški delež (0 = brez)	-0,354	-2,819	0,005	1,134
Morningstar ocena (5 = najboljša ocena)	1,812	32,965	< 0,001	1,042
Mandat upravljavcev (v letih)	-0,045	-3,464	0,001	1,110

Vir: lastno delo.

Kakovost regresijskega modela kot celoto smo preverjali z F-preizkusom, pri čemer lahko glede na nizko p-vrednost trdimo, da je model kakovosten in da smo med spremenljivkami odkrili linearno povezanost (glej tabelo 7).

Tabela 7: Anova tabela

Vir variabilnosti	Vsota kvadratov	Stopinje prostosti	Ocenjene variance	F-preizkus	p-vrednost
Pojasneni odkloni	23.819,75	9	2.646,64	137,69	< 0,001
Nepojasneni odkloni	10.973,51	5.707	19,23		
Skupaj	133.543,29	5.716			

Vir: lastno delo.

Vrednost multiplega korelacijskega koeficienta znaša 0,422, kar nam pove, da med spremenljivkami obstaja linearna povezanost. Vrednost determinacijskega koeficienta znaša

0,178, kar pomeni, da lahko 17,8 % celotne variance uspešnosti, merjene z alfo, pojasnimo z variabilnostjo pojasnjevalnih spremenljivk (glej tabelo 8).

Tabela 8: Korelacijski in determinacijski koeficient

Model	R	R-kvadrat	Popravljeni R-kvadrat	Ocena standardnega odklona napake
1	0,422	0,178	0,177	4,38

Vir: lastno delo.

5.4.2 Rezultati empirične analize

V nadaljevanju skušamo pojasniti rezultate empirične analize in predstaviti, ali smo uspeli potrditi domneve, postavljene na začetku magistrskega dela. Naše ugotovitve poskušamo razložiti in podpreti z že izvedenimi raziskavami, dodatno pa kritično raziščemo druge možne razlage glede na naš vzorec vzajemnih skladov.

Koncentracija portfelja. S pomočjo empirične analize nismo uspeli potrditi domneve H4, da imajo skladi z manjšim številom naložb višje donose. Glede na rezultate regresije smo ugotovili, da je število pozicij pozitivno povezano z uspešnostjo sklada ($p = 0,041$). Povprečno število pozicij sklada v našem vzorcu je znašalo približno 297.

Sapp in Yann (2008) predstavljata dve možni razlagi za obstoj take povezanosti. Avtorja izpostavljata, da predhodne študije ugotavljajo konveksno razmerje med denarnimi tokovi in uspešnostjo skladov, kjer vlagatelji nagrajujejo visoke donose bolj kot kaznujejo nizke donose. To služi kot implicitna spodbuda za upravljavce skladov, da držijo bolj koncentrirane portfelje. Če bi upravljavci z nizkimi sposobnostmi želeli izkoristiti to razmerje s povečanjem lastništva v relativno majhnem številu vrednostnih papirjev, bi to lahko vodilo v negativno povezanost med uspešnostjo sklada in koncentracijo portfelja.

Kot drugi razlog Sapp in Yann (2008) navajata likvidnost. Bolj koncentrirani skladi imajo zaradi manjšega števila pozicij verjetno manj likvidne portfelje. Ker postanejo lastniški deleži podjetij razmeroma veliki, se sklad ne more hitro odzvati na nove informacije, brez da bi trgovanje močno vplivalo na ceno, kar pa zmanjšuje uspešnost sklada. Tudi pri rutinskih nakupih in odkupih so naložbeni tokovi razpršeni na relativno majhno število vrednostnih papirjev in lahko imajo relativno velik vpliv na cene. Iz tega sledi, da tudi če imajo upravljavci koncentriranih skladov boljše sposobnosti, bodo njihovi skladi morda zaradi težav z likvidnostjo manj uspešni.

Dodatno, so Kacperczyk, Sialm in Zheng (2005) ugotovili, da imajo koncentrirani skladi v povprečju višje stroške upravljanja kot razpršeni skladi, kar bi lahko negativno vplivalo na uspešnost skladov.

Stroški upravljanja. Pri ugotavljanju povezanosti med stroški upravljanja in uspešnostjo vzajemnih skladov smo potrdili našo domnevo H3. Skladi z nižjimi stroški upravljanja imajo višjo donosnost ($p = 0,081$). To je v nasprotju z intuitivnim pričakovanjem, da bi morali stroški upravljanja vsaj do neke mere predstavljati dodano vrednost, ki jo upravljavci ustvarjajo za vlagatelje. Vzajemni skladi znotraj našega vzorca so imeli v povprečju neto razmerje stroškov iz letnega poročila sklada v višini 0,84 %.

Gil-Bazo in Ruiz-Verdu (2005) razlagata, da bi uspešnost sklada lahko bila pozitivno povezana s stroški upravljanja sklada, če bi višji stroški odražali višje plače za privabljanje bolj nadarjenih upravljavcev ali večjo naložbo v raziskovanje. Kljub temu pa naši rezultati, kot tudi rezultati njune študije kažejo nasprotno. Avtorja kot razlog navajata, da lahko obstajajo ekonomije obsega, ki znižujejo stroške upravljanja za večje sklade. Dodatno je večja velikost sklada lahko povezana tudi z boljšo uspešnostjo, če velikost odraža preteklo uspešnost sklada in je uspešnost skladov vztrajna. Prav tako bi starejši skladi lahko imeli koristi od učinkov krivulje učenja, kar bi lahko prenesli na vlagatelje v obliki nižjih provizij. Če je dolga življenjska doba sklada povezana z uspešnostjo sklada, bi tudi lahko opazili negativno povezanost med stroški in uspešnostjo. Avtorja izpostavljata, da so lahko boljše vodstvene sposobnosti povezane z boljšimi naložbenimi odločitvami in učinkovitejšim upravljanjem poslovanja skladov, kar bi prav tako pomenilo nižje stroške upravljanja.

Ena od pomanjkljivosti našega vzorca je bila ta, da smo za naš vzorec vzeli najstarejši razred delnic vsakega vzajemnega sklada. Zaradi naše izbire obstaja velika verjetnost, da znotraj naše analize nismo obravnavali istega razreda delnic skladov, kar ima lahko vpliv na stroške upravljanja skladov. Kljub temu pa glede na primerljivost ugotovitve z ostalimi študijami predvidevamo, da do večjih odstopanj na ta račun ni prišlo. Nam je pa ta izbira omogočila, da smo v analizo zajeli večji vzorec vzajemnih skladov. Vključitev večjega števila skladov v naš vzorec naj bi izboljšala natančnost rezultatov.

Obrat portfelja. Glede na rezultate regresije pri ugotavljanju vpliva obrata portfelja na uspešnost sklada naše domneve H2 nismo potrdili. Ugotovili smo, da imajo skladi z višjim obratom portfelja višjo donosnost, kar je v nasprotju z našo domnevo ($p = 0,023$). Povprečni obrat portfelja znotraj našega vzorca je znašal približno 89 %. Glede na povprečno vrednost obrata portfelja lahko sklepamo, da povprečni upravljavec uporablja naložbeno strategijo, ki vključuje precejšen nakup in prodajo vrednostnih papirjev.

Naša ugotovitev ima smisel, če verjamemo, da so trgi dokaj informacijsko učinkoviti, saj bodo potem vse informacije, s katerimi trguje upravljavec sklada, hitro vključene v trg. V tem primeru bi morali upravljavci pogosto trgovati, da lahko imajo korist od svojih boljših informacij v danem trenutku (Cremers & Pareek, 2016).

Razlog za pozitiven vpliv obrata portfelja na uspešnost sklada je lahko tudi vključitev vseh vrst skladov v naš vzorec. Downen in Mann (2004) sta v svoji študiji našla pozitivno povezanost med trgovanjem in uspešnostjo za obvezniške sklade, za razliko od delniških

skladov, kjer je bila povezanost negativna. Ena od njenih razlag za pozitivno povezanost je, da je upravljanje obvezniških skladov lahko odvisno od obvladovanja trajanja (angl. duration) portfelja, ki zahteva trgovanje. To trgovanje ima relativno predvidljiv učinek na donose, v nasprotju z negotovostjo, povezano s trgovanjem z delnicami. Za razliko od našega vzorca je večina študij obravnavala le delniške vzajemne sklade.

Velikost sklada. Glede na rezultate naše regresije smo ugotovili, da je velikost sklada pozitivno povezana z uspešnostjo sklada ($p = 0,008$). S tem smo potrdili našo domnevo H1, da imajo skladi z več sredstvi v upravljanju višjo donosnost. Naša ugotovitev je v nasprotju s tistimi, do katerih so v svojih študijah prišli Chen, Hong, Huang in Kubik (2004), Ferreira, Keswani, Miguel in Ramos (2013) in Indro, Jiang, Hu in Lee (1999). Naša ugotovitev kaže na obstoj ekonomij obsega pri upravljanju skladov, kar lahko izhaja iz več sredstev, namenjenih za raziskave, in nižjih stroškov upravljanja (Chen, Hong, Huang & Kubik, 2004). Avtorji študij izpostavljajo likvidnost kot pomemben razlog za negativno povezanost velikosti sklada in uspešnosti. Vzajemni skladi znotraj našega vzorca so imeli v povprečju 2,83 mrd. USD v upravljanju preko vseh svojih razredov delnic.

Ena od možnih razlag za nasprotno ugotovitev je različnost vzorca, na katerem je bila analiza izvedena. Avtorji so izvajali študije na vzorcu delniških skladov, mi pa smo v svoj vzorec vključili tudi ostale vrste skladov. Če pogledamo obvezniški trg, je ta veliko večji od delniškega, kar lahko pomeni, da obstaja večje število naložbenih priložnosti znotraj obvezniških naložbenih razredov. Vrednost svetovnega trga obveznic se je leta 2020 povečala na 123,5 mrd. USD, tržna kapitalizacija svetovnega trga lastniških vrednostnih papirjev pa se je v letu 2020 povečala na 105,8 mrd. USD (SIFMA, 2021). Z večjim trgom se zmanjša omejitev likvidnosti, ki jo ima ta za upravljalce skladov. Pomanjkanje likvidnosti prisili velike sklade v to, da morajo vlagati v tiste ideje, ki niso najboljše, in zavzeti večje pozicije, kot je optimalno (Chen, Hong, Huang & Kubik, 2004). Predvidevali bi, da je tega pri obvezniških skladih manj.

Dodatno, študije ugotavljajo, da obstaja neučinkovitost cen pri vlaganju v obveznice. Neučinkovitost cen trgovcev je morda še bolj očitna na trgih obveznic, če jo primerjamo z delniškimi trgi. Chakravarty in Sarkar (1999) ugotavljata, da je to posledica pomanjkanja preglednosti cen na obvezniških trgih, saj ni centraliziranega poročanja o kotacijah cen na trgu. Pomembno vprašanje za udeležence na trgu sta likvidnost in pregled transakcij, ki jih opravljajo trgovci. Za obveznice, s katerimi se ne trguje, lahko različni trgovci ponujajo različne kotacije za isto obveznico. Pri vlaganju v delnice pa lahko vlagatelj te kupi ali proda glede na trenutni cenovni razpon med povpraševanjem in ponudbo (angl. bid-ask spread) na trgu. Predvidevamo, da so pri vlaganju v obveznice odnosi z izdajatelji in trgovci bolj pomembni, kar lahko omogoča večjo prilagodljivost cen, še posebej pri večjih nakupih, ki jih opravljajo obvezniški skladi. Iz tega sledi, da pri vlaganju obvezniških skladov prihaja do večjih ekonomij obsega kot pri delniških skladih.

Zaradi vključitve vseh skladov v obseg empirične analize je mogoče, da so naši rezultati še bolj konservativni od realnega stanja. Elton, Gruber in Blake (2011) opozarjajo, da pri skladih, ki imajo manj kot 15 milijonov dolarjev v upravljanju, obstaja sistematična pristranskost navzgor pri poročanju donosov. Ta pristranskost je lahko potencialno problematična pri analizi povezanosti med velikostjo sklada in uspešnostjo. V naš vzorec smo vključili vse sklade, kar bi pomenilo, da bi lahko bila dejanska povezanost še bolj izrazita.

Velikost družine sklada. Za spremenljivko velikost sklada nismo uspeli dokazati povezanosti z uspešnostjo sklada ($p = 0,524$). Možno je, da naš približek za velikost družine sklada, ki smo ga vzeli, ni bil ustrezen. Družine vzajemnih skladov znotraj našega vzorca so imele v povprečju 280 mrd. USD v upravljanju preko vseh vrst skladov.

Struktura upravljalcev. S pomočjo naše regresije smo prišli do ugotovitve, da so individualno upravljani skladi bolj uspešni od skupinsko upravljanih skladov ($p < 0,001$), in s tem potrdili našo domnevo H5. Glede na vzorec skladov, ki smo ga uporabili, približno 84 % vseh skladov upravlja skupina upravljalcev. Individualno upravljani skladi predstavljajo manjšino vzorca, ki znaša približno 16 %. Na vzorcu, ki so ga uporabili Bär, Kempf in Ruenzi (2005), je odstotek skupinsko upravljanih skladov v letu 1994 znašal le približno 5 % skupnega števila skladov. Do leta 2003 je ta odstotek dosegel že približno 46 %. Iz tega lahko vidimo, kako priljubljena je postala skupinska struktura upravljanja skladov z leti.

Priljubljenost skupinske strukture upravljanja si lahko razlagamo s pomočjo karakteristik, ki so posledica takšnega načina upravljanja. Skladi, ki jih upravljajo skupine, imajo bistveno manjše nesistematično tveganje v primerjavi z individualno upravljanimi skladi. Prav tako so ti skladi v svojem naložbenem slogu manj ekstremni in bolj konstantni skozi čas (Bär, Kempf & Ruenzi, 2005). Možno je tudi, da se vodstvo skladov raje odloča za skupinsko upravljanje, da se izogne tveganju ključnih oseb. V primeru odhoda edinega upravljavca sklada ima to lahko znatne posledice za produktivnost in dobiček sklada (Barillas, 2020).

Ferreira, Keswani, Miguel in Ramos (2013) kot razlog za zmanjševanje uspešnosti sklada pri večjem številu upravljalcev izpostavljajo vpliv hierarhičnih stroškov. Velike organizacije s hierarhijo so še posebej neučinkovite pri obdelavi mehkih informacij, ki so v primeru upravljanja vzajemnih skladov ključnega pomena, saj imajo upravljalci težave prepričati druge, naj uresničijo njihove zamisli.

Bär, Kempf in Ruenzi (2005) kot dodatne stroške, povezane s skupinskim odločanjem, izpostavljajo stroške odločanja. Prav tako skupinsko razmišljanje privede do zmanjšanja koristi skupinskega odločanja, saj lahko pride do tega, da si skupine prizadevajo za soglasje na račun kakovosti odločanja. Bär, Kempf in Ruenzi (2005) omenjajo tudi možnost, da so člani skupine manj motivirani in zmanjšajo svoj napor pri delu v skupini v primerjavi s situacijami, ko delo opravljajo individualno.

Kljub temu da smo prišli do ugotovitve, da so individualni skladi bolj uspešni od skupinsko upravljanih skladov, pa obstaja možnost, da so bile odločitve, ki so jih sprejele skupine, boljše, če so za sprejemanje teh vrhunskih odločitev bili potrebni višji stroški. Če mejne koristi teh vrhunskih odločitev niso bistveno odtehtale mejnih stroškov, nastalih pri njihovem sprejemanju, ne bi mogli ugotoviti, da so se skupine upravljalcev odločale boljše.

Lastniški delež. Glede na rezultate naše regresije smo ugotovili, da je lastniški delež upravljalcev negativno povezan z uspešnostjo skladov ($p = 0,005$). To je v nasprotju z ugotovitvami Khorana, Servaes in Wedge (2007) in Evans (2008). Glede na vzorec skladov, ki smo ga uporabili za našo regresijo, ima 59 % vseh upravljalcev lastniški delež v skladu, ki ga upravljajo. Na vzorcu, ki so ga uporabili Khorana, Servaes in Wedge (2007), je ta odstotek znašal le 43 %. Iz tega lahko vidimo precejšen porast lastniških deležev upravljalcev v novejšem vzorcu skladov.

Enega od argumentov za negativno povezanost med lastniškim deležem in uspešnostjo sklada sta razvila Smith in Stulz (1985). V svojem delu trdita, da večji kot je lastniški delež upravljalca, bolj so upravljalci nenaklonjeni tveganju. Posledično sprejemajo več strategij varovanja (angl. hedging strategies) in drugih strategij za zmanjšanje tveganja. Do tega pride, ker portfelj upravljalca morda ni dobro razpršen, zato ima s povečanjem lastniškega deleža spodbudo za zmanjšanje tveganosti. Ma in Tang (2019) v svoji študiji ugotavljata, da imajo sredstva, ki jih upravljajo upravljalci z višjim lastniškim deležem, nižjo stopnjo tveganja. To je v skladu z argumentom, ki sta ga postavila Smith in Stulz (1985). Kljub temu pa Ma in Tang (2019) predvidevata, da lastništvo uskladi interese upravljalcev z interesi delničarjev skladov, kar naj bi vodilo do zmanjšanja prevzemanja tveganj sklada in boljšega tveganju prilagojenega donosa.

Morningstar ocena. Glede na rezultate naše regresije je Morningstar ocena pozitivno povezana z uspešnostjo sklada ($p < 0,001$). Ker ocena temelji zgolj na pretekli uspešnosti sklada, lahko povezanost razlagamo z obstojem vztrajne razlike v uspešnosti skladov. Glede na vzorec skladov, ki smo ga uporabili je povprečna vrednost Morningstar ocene 3,24, kar je višje od aritmetične sredine razpona možnih vrednosti. To je lahko posledica pristranskost preživetja vzorca podatkov iz podatkovne baze Morningstar. Zaradi tega pojava čedalje večji delež vzorca predstavljajo bolj uspešni skladi z višjo Morningstar oceno, ki preživijo.

Študije Browna in Goetzmanna (1995), Grinblatta in Titmana (1992) in Goetzmanna in Ibbotson (1994) ugotavljajo, da razlike med uspešnostjo vzajemnih skladov obstajajo in da se te razlike v uspešnosti nadaljujejo. Ker s pomočjo Morningstar ocene prepoznamo tiste sklade, ki so bili bolj uspešni v preteklosti, lahko s pomočjo tega izberemo tiste sklade, ki bodo bolj uspešni tudi v prihodnosti.

Prav tako so študije prišle do ugotovitev, da obstaja povezanost med novimi denarnimi tokovi vlagateljev in preteklo uspešnostjo skladov. Sirri in Tufano (1998) ter Goetzmanna in Peles (1997) prihajajo do zaključkov, da imajo visoko ocenjeni skladi višje prilive denarnih

tokov kot skladi z nižjimi ocenami. Del Guercio in Tkac (2002) sta v svoji študiji bolj natančno pogledala vpliv Morningstar ocene na denarne tokove skladov. Ugotovila sta, da skladi z najvišjo Morningstar oceno na začetku opazovanja pridobijo prilive, ki so bistveno višji od normalnih. Na podlagi tega bi lahko pričakovali, da posledično skladi z visokimi ocenami Morningstar hitreje dosegajo višjo stopnjo sredstev v upravljanju in s tem hitreje prihajajo do ekonomij obsega, ki jih prinaša večja velikost sklada.

Mandat upravljavcev. Na podlagi naše regresije smo prišli do ugotovitve, da je mandat upravljavcev negativno povezan z uspešnostjo sklada ($p = 0,001$). Znotraj našega vzorca vzajemnih skladov je povprečen mandat upravljavcev znašal 7,42 let. Čeprav je povezanost, mogoče navzkriž z intuicijo obstaja nekaj razlogov za to. Chevalier in Ellison (1999) sta v svoji študiji ugotovila, da imajo starejši upravljavci slabše rezultate kot mlajši. Glede razlage tukaj lahko potegnemo nekaj vzporednic s primerom mandata upravljavcev, saj lahko predvidevamo, da so upravljavci z daljšim mandatom starejši. Avtorja razlagata povezanost kot posledico karijerne prihodnosti upravljavcev, kjer mladi upravljavci delajo več, ker je pred njimi daljša kariera in ker je večja verjetnost, da bodo zaradi uspešnosti odpuščeni. Domnevali bi, da je pri upravljavcih s krajšim mandatom razlaga ista. Mlajšim upravljavcem se je treba bolj dokazati in so zaradi tega morda pripravljene delati več. Kot drugo možnost pa avtorja predstavljata domnevo, da so starejši upravljavci slabše izobraženi, in tudi pojav, da najboljši upravljavci po navadi zapustijo panogo, preden se postarajo.

Možna razlaga za negativno povezanost je lahko tudi preprosto učinek staranja upravljavca. Tako si opaženo interakcijo razlagajo Lee, Yen in Chen (2008), saj starost lahko zmanjša sposobnost upravljavca, da se spopade z zahtevno nalogo upravljanja sklada.

Mandat upravljavcev smo vzeli kot dodatno spremenljivko, saj je to nek približek izkušnjam, ki jih ima upravljavec. Dejstvo pa je, da bi upravljavec v svoji karieri lahko upravljal več kot en sklad in s temi skladi nabiral izkušnje o upravljanju skladov glede na obnašanje kapitalskih trgov, kot tudi sposobnosti obvladovanja spreminjajočega se naložbenega okolja. Zato bi v tem primeru lahko bil celotni mandat upravljavcev mogoče bolj informativna spremenljivka, če bi upoštevali vsa leta upravljanja, tudi na drugih skladih upravljavcev.

SKLEP

Magistrsko delo se zaključuje s povzetkom naših ugotovitev, kritično oceno omejitev naše raziskave in zaključnim sklepom.

Ugotovitve. Glavni cilj magistrskega dela je bil opredeliti dejavnike uspešnosti aktivno upravljanih vzajemnih skladov. Tudi zagovorniki splošnega prepričanja, da aktivno upravljanje ne ustvarja vrednosti za vlagatelje, trdijo, da je možno premagati trg in da obstajajo aktivni upravljavci, ki so sposobni preseči trg in dodati vrednost za vlagatelje. Ker se v literaturi najdejo močni teoretični in praktični dokazi, da ti upravljavci obstajajo, se lahko vprašamo, kako lahko te prepoznamo znotraj množice vzajemnih skladov.

S pomočjo strokovne in znanstvene literature nam je uspelo opredeliti 14 dejavnikov uspešnosti aktivno upravljanjih vzajemnih skladov:

- aktivni delež,
- koncentracija panog,
- koncentracija pozicij,
- stroški upravljanja,
- obrat portfelja,
- velikost sklada,
- velikost družine sklada,
- izobrazba upravljalcev,
- struktura upravljalcev,
- lastniški delež upravljalcev,
- lastniški delež neodvisnih direktorjev,
- vrzel v donosu,
- značilnosti upravnega odbora,
- Morningstar ocena.

Kljub temu da znotraj različnih virov najdemo veliko istih dejavnikov, ugotovitve na podlagi teh dejavnikov niso poenotene. Razlog za odstopanje ugotovitev je lahko v različnih časovnih obdobjih opazovanj, obsegu vzorca skladov in metodologiji raziskav.

Drugi cilj magistrskega dela je bil z uporabo empirične analize preveriti sposobnost dejavnikov za napovedovanje uspešnosti skladov na izbranem vzorcu vzajemnih skladov. Za preizkus ugotovitev, ki izhajajo iz študij, zajetih v pregledu literature, smo uporabili vzorec aktivno upravljanjih ameriških vzajemnih skladov. Empirično analizo smo izvedli s pomočjo podatkov o devetih dejavnikih, ki smo jih pridobili iz podatkovne baze Morningstar. Na našem vzorcu smo izvedli regresijsko analizo s pomočjo kazalnika uspešnosti alfa v vlogi odvisne spremenljivke.

Naša analiza je pokazala, da so obrat portfelja, velikost sklada in Morningstar ocena pozitivno povezani z uspešnostjo vzajemnih skladov. Regresijska analiza je prav tako pokazala, da so koncentracija pozicij, stroški upravljanja, struktura upravljalcev, lastniški delež in mandat upravljalcev tisti dejavniki, ki so negativno povezani z uspešnostjo vzajemnih skladov. Kot najbolj poenoteni dejavniki z literaturo in glede na naše ugotovitve so se izkazali stroški upravljanja, struktura upravljalcev in Morningstar ocena. Glede na naše domneve smo bili najbolj presenečeni nad ugotovitvijo, da je koncentracija pozicij v portfelju negativno povezana z uspešnostjo in da je obrat portfelja pozitivno povezan z uspešnostjo vzajemnih skladov. Razlog za negativno povezanost koncentracije pozicij je konveksno razmerje denarnih tokov in uspešnosti skladov, kjer vlagatelji visoke donose nagrajujejo bolj, kot kaznujejo nizke donose, kar spodbuja tvegano vedenje upravljalcev. Prav tako si povezavo razlagamo s težavo likvidnosti in višjimi stroški upravljanja koncentriranih portfeljev. Kot enega od glavnih razlogov za pozitivno povezanost obrata

portfelja izpostavljam vključitev obvezniških skladov v naš vzorec, saj je upravljanje obvezniških skladov odvisno od obvladovanja trajanja portfelja, ki zahteva trgovanje. Za razliko od našega vzorca je večina študij, zajetih v pregledu literature, obravnavala le delniške vzajemne sklade. Dodatno nas je zelo presenetilo, da sta lastniški delež in mandat upravljavcev negativno povezana z uspešnostjo sklada. Najverjetnejši razlog za negativno povezavo lastniškega deleža je večje sprejemanje strategij varovanja in drugih strategij za zmanjšanje tveganja upravljavcev z večjim lastniškim deležem. Pri negativni povezanosti mandata upravljavcev vidimo kot ključni razlog večje dokazovanje mlajših upravljavcev in učinek staranja upravljavcev. V nasprotju z literaturo smo prišli do ugotovitev, da ekonomije obsega pri vlaganju v vzajemne sklade obstajajo. Predvidevamo, da je likvidnost, ki se izpostavlja kot pomemben razlog za negativno povezanost velikosti sklada, manj pomemben dejavnik znotraj našega vzorca, ki poleg delniških vključuje tudi druge vrste skladov. Velikost družine sklada je bila edina on izbranih spremenljivk za katero nismo uspeli dokazati povezanosti z uspešnostjo sklada.

Z ozirom na pretekle študije predvidevamo, da gre velik del razlage za odstopanje naših ugotovitev pripisati vključitvi vseh vrst vzajemnih skladov v vzorec in obravnavi časovnega obdobja, ki je bilo vse prej kot značilno.

Omejitve magistrskega dela. Ena od omejitev naše empirične analize se nanaša na izbrano odvisno spremenljivko alfa. Sposobnost alfe, da natančno prikaže dodano ali odšteto vrednost sklada, ima omejitve. V nekaterih primerih je lahko negativna alfa posledica stroškov upravljanja, ki so prisotni v donosih sklada, vendar niso prisotni v donosih primerjalnega indeksa. Uporabnost alfe je popolnoma odvisna od natančnosti vrednosti bete. Če sprejmemo vrednost bete kot dokončno opredelitev tveganja, je pozitivna alfa prepričljiv pokazatelj dobre uspešnosti sklada. Za našo analizo smo predpostavili, da so vse vrednosti beta, ki so podane v podatkovni bazi Morningstar, dokončne opredelitve tveganja za posamezne sklade (Morningstar, 2015). Prav tako so naši rezultati omejeni glede na način izračuna alfe, ki ga uporablja Morningstar. Alfa je izračunana s pomočjo enofaktorskega modela vrednotenja dolgoročnih naložb, medtem, ko je večina študij uporabila trifaktorski ali štirifaktorski model. Uporaba trifaktorskega modela izboljša povprečne napake pri določanju vrednosti z vključitvijo dveh spremenljivk, to sta velikost podjetja in knjigovodska vrednost v primerjavi s tržno vrednostjo delnice (angl. book-to-market value). Štirifaktorski model pa vključuje tudi faktor momenta v donosih delnic (angl. momentum). Dodatno, so naši rezultati pristranski glede na sposobnost doseganja alfe znotraj posameznih naložbenih razredov. Rezultati so pristranski glede na tiste naložbene razrede, ki so najmanj učinkoviti in kjer je najlažje dosežati alfo.

Glede na vzorec naših vzajemnih skladov je naša raziskava omejena tudi glede na ameriški trg, saj je zaradi specifičnih karakteristik trgov naše ugotovitve težko prenesti na globalne vzajemne sklade. Ena od posebnosti našega vzorca podatkov je tudi to, da obsega časovno obdobje covid-19 krize. To obdobje je bilo za ves svet nekaj nenavadnega in na področju upravljanja vzajemnih skladov ni bilo nič drugače. Zaradi tega naši podatki zajemajo

različne faze ekonomskih ciklov znotraj zelo kratkega časovnega intervala. To lahko omeji uporabo naših ugotovitev v časih, ko je gospodarstvo bolj umirjeno.

Naše spremenljivke bi lahko izboljšali, če bi imeli možnost zgodovinskega pregleda podatkov. Za potrebe naše analize predvidevamo, da je imel sklad nazadnje poročane karakteristike znotraj celotnega časovnega obsega našega vzorca, kar ne predstavlja popolne slike. To bi še bolj vplivalo na naše ugotovitve, če bi za predmet opazovanja vzeli daljše časovno obdobje.

Sklep. Dandanes večji del denarnih tokov na področju upravljanja vzajemnih skladov steče v pasivno upravljane vzajemne sklade, vendar večinski delež trga vzajemnih skladov še vedno predstavljajo aktivni upravljavci premoženja. Obstaja ogromno število aktivno upravljanjih skladov, vendar tistih, ki presegajo donose pasivno upravljanjih indeksov, ni veliko in težava, kako jih prepoznati, ostaja. Magistrsko delo ne predstavlja končne rešitve te težave, vendar pa ponuja še eno orodje, s katerimi bomo sposobni lažje prepoznati tiste sklade, ki bodo v prihodnosti dosegali pozitivno alfo in dodajali vrednost vlagateljem.

Naša študija prispeva k obstoječi literaturi na področju upravljanja vzajemnih skladov. S proučevanjem vpliva različnih dejavnikov na uspešnost vzajemnih skladov prihajamo do dokazov o učinkovitosti različnih dejavnikov za napovedovanje uspešnosti vzajemnih skladov. Doslej so se študije večinoma osredotočale zgolj na delniške vzajemne sklade, mi pa smo v naš vzorec vzeli tudi ostale vrste vzajemnih skladov, s čimer smo lahko določili vplive različnih dejavnikov prek celotnega spektra vzajemnih skladov. Prepoznali smo tiste dejavnike, ki so gonilniki uspešnosti vseh vrst skladov.

Vlagatelji bi morali vključiti stroške upravljanja kot enega od primarnih napovedovalcev uspešnosti. Glede na študije in rezultate naše analize so še vedno najbolj zanesljiv napovedovalec uspešnosti. Pri izbiri sklada bi vlagatelji morali izbrati tiste z nižjimi stroški upravljanja. Morningstar ocena je uporabna tudi za napovedovanje uspešnosti sklada, vendar ker temelji zgolj na pretekli uspešnosti sklada, ne bi smela biti edini dejavnik pri odločitvi o naložbi. Vlagatelji bi morali dajati prednost tistim skladom z višjo Morningstar oceno. Kot zadnje bi morali vlagatelji pozornost nameniti strukturi upravljavcev in izbrati sklade, ki so individualno upravljani.

Kljub svojim omejitvam študija zagotovo prispeva k našemu razumevanju sposobnosti posameznih dejavnikov za napovedovanje uspešnosti vzajemnih skladov. To novo razumevanje povezanosti dejavnikov z uspešnostjo vzajemnih skladov bi moralo pomagati izboljšati učinkovitost varčevanja in naložbene rezultate vlagateljev.

Veliko študij je že bilo narejenih na tem področju, vendar ostaja še mnogo vprašanj in veliko možnosti za raziskave. Nadaljnje raziskave bi lahko izvedli tako, da bi prilagodili vzorec na posamezne naložbene razrede. S tem bi lahko dobili bolj natančno in uporabno orodje, ki bi upoštevalo karakteristike posameznih naložbenih razredov. Zanimivo bi bilo tudi razširiti raziskavo na vzorec evropskih vzajemnih skladov in primerjati, če se povezanost

posameznih dejavnikov med trgi vzajemnih skladov razlikuje. S tem bi tudi bolj približali vzorec skladov karakteristikam slovenskega trga vzajemnih skladov in bi lahko lažje prenesli ugotovitve na vlaganje v vzajemne sklade pri nas.

LITERATURA IN VIRI

1. Agapova, A. (2011). Conventional mutual index funds versus exchange-traded funds. *Journal of Financial Markets*, 14(2), 323-343.
2. Ambachtsheer, K. P. & Farrell Jr, J. L. (1979). Can active management add value?. *Financial Analysts Journal*, 35(6), 39-47.
3. Antoons, W. (2016). Market timing: opportunities and risks. *Brandes Institute Research Paper*. La Jolla, CA: Brandes Institute.
4. Arnott, R. D. & Copeland, W. A. (1985). The business cycle and security selection. *Financial Analysts Journal*, 41(2), 26-32.
5. Bär, M., Kempf, A. & Ruenzi, S. (2005). *Team management and mutual funds*. Unpublished working paper. Köln: University of Cologne.
6. Barillas, U. (2020). The Risk Of Key Person Dependency For Information. *Forbes*. Pridobljeno 13. oktobra 2021 iz <https://www.forbes.com/sites/forbestechcouncil/2021/12/28/the-risk-of-key-person-dependency-for-information/?sh=68ccdbd41241>
7. Berger, R. & Curry, B. (2021). Small Fees Have A Big Impact On Your Investments. *Forbes*. Pridobljeno 26. septembra 2021 iz <https://www.forbes.com/advisor/investing/mutual-fund-investment-fees/>
8. Berk, J. B. & Van Binsbergen, J. H. (2015). Measuring skill in the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 1-20.
9. Blake, C. R. & Morey, M. R. (2000). Morningstar ratings and mutual fund performance. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 35(3), 451-483.
10. Brands, S., Brown, S. J. & Gallagher, D. R. (2005). Portfolio concentration and investment manager performance. *International Review of Finance*, 5(3-4), 149-174.
11. Brinson, G. P., Hood, L. R. & Beebower, G. L. (1995). Determinants of portfolio performance. *Financial Analysts Journal*, 51(1), 133-138.
12. Brinson, G. P., Singer, B. D. & Beebower, G. L. (1991). Determinants of portfolio performance II: An update. *Financial Analysts Journal*, 47(3), 40-48.
13. Brown, S. J. & Goetzmann, W. N. (1995). Performance persistence. *The Journal of finance*, 50(2), 679-698.
14. Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of finance*, 52(1), 57-82.
15. Carhart, M. M., Carpenter, J. N., Lynch, A. W. & Musto, D. K. (2002). Mutual fund survivorship. *The review of financial studies*, 15(5), 1439-1463.
16. Chakravarty, S. & Sarkar, A. (1999). *Liquidity in US fixed income markets: A comparison of the bid-ask spread in corporate, government and municipal bond markets*. Working paper. New York: Federal Reserve Bank of New York.

17. Chen, J., Hong, H., Huang, M. & Kubik, J. D. (2004). Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization. *American Economic Review*, 94(5), 1276–1302.
18. Chevalier, J. & Ellison, G. (1999). Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance. *The journal of finance*, 54(3), 875–899.
19. Chordia, T. (1996). The structure of mutual fund charges. *Journal of financial Economics*, 41(1), 3–39.
20. Cremers, M. (2017). Active share and the three pillars of active management: skill, conviction, and opportunity. *Financial Analysts Journal*, 73(2), 61–79.
21. Cremers, M., Driessen, J., Maenhout, P. & Weinbaum, D. (2009). Does skin in the game matter? Director incentives and governance in the mutual fund industry. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(6), 1345–1373.
22. Cremers, M. & Pareek, A. (2016). Patient capital outperformance: The investment skill of high active share managers who trade infrequently. *Journal of Financial Economics*, 122(2), 288–306.
23. Cremers, K. M. & Petajisto, A. (2009). How active is your fund manager? A new measure that predicts performance. *The review of financial studies*, 22(9), 3329–3365.
24. Cremers, K. M., Fulkerson, J. A. & Riley, T. B. (2019). Challenging the conventional wisdom on active management: A review of the past 20 years of academic literature on actively managed mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 8–35.
25. Cuthbertson, K., Nitzsche, D. & O'Sullivan, N. (2010). Mutual Fund Performance: Measurement and Evidence 1. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 19(2), 95–187.
26. Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S. & Wermers, R. (1997). Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks. *The Journal of finance*, 52(3), 1035–1058.
27. Del Guercio, D. & Tkac, P. A. (2002). The determinants of the flow of funds of managed portfolios: Mutual funds vs. pension funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(4), 523–557.
28. Deli, D. N. & Varma, R. (2002). Closed-end versus open-end: the choice of organizational form. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 1–27.
29. Ding, B. & Wermers, R. (2012). *Mutual fund performance and governance structure: The role of portfolio managers and boards of directors*. Working paper. Zhejiang University and University of Maryland.
30. Döttling, R. & Kim, S. (2021). *Sustainability preferences under stress: Evidence from mutual fund flows during COVID-19*. SSRN Working Paper.
31. Downen, R. J. & Mann, T. (2004). Mutual fund performance, management behavior, and investor costs. *FINANCIAL SERVICES REVIEW-GREENWICH-*, 13(1), 79–91.
32. Edelen, R. M. (1999). Investor flows and the assessed performance of open-end mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 439–466.

33. Elton, E. J. & Gruber, M. J. (2013). Mutual funds. V *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam: Elsevier.
34. Elton, E. J., Gruber, M. J. & Blake, C. R. (2011). A first look at the accuracy of the CRSP mutual fund database and a comparison of the CRSP and Morningstar mutual fund databases. *Journal of Finance* 56, 2415–2430.
35. Evans, A. L. (2008). Portfolio manager ownership and mutual fund performance. *Financial Management*, 37(3), 513–534.
36. Faisal, F., Majid, M. S. A. & Sakir, A. (2020). Agency conflicts, firm value, and monitoring mechanisms: An empirical evidence from Indonesia. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1822018.
37. Fama, E. F. & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
38. Fernando, J. (2021). Sharpe Ratio. *Investopedia*. Pridobljeno 6. oktobra 2021 iz <https://www.investopedia.com/terms/s/sharperatio.asp>
39. Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F. & Ramos, S. B. (2013). The determinants of mutual fund performance: A cross-country study. *Review of Finance*, 17(2), 483–525.
40. Foley S. (2021). America's rich have another reason to quit mutual funds. *Financial Times*. Pridobljeno 20. septembra 2021 iz <https://www.ft.com/content/bd31d090-371e-44ed-9f97-0df087f27c04>
41. Fulkerson, J. A. & Riley, T. B. (2019). Portfolio concentration and mutual fund performance. *Journal of Empirical Finance*, 51, 1–16.
42. Garipey L. & Curry B. (2020). What Are Mutual Funds? A Guide For New Investors. *Forbes*. Pridobljeno 15. septembra 2021 iz <https://www.forbes.com/advisor/investing/what-are-mutual-funds/>
43. Gil-Bazo, J. & Ruiz-Verdú, P. A. B. L. O. (2009). The relation between price and performance in the mutual fund industry. *The Journal of Finance*, 64(5), 2153–2183.
44. Goodwin, T. H. (1998). The information ratio. *Financial Analysts Journal*, 54(4), 34–43
45. Gottesman, A. A. & Morey, M. R. (2006). Manager education and mutual fund performance. *Journal of empirical finance*, 13(2), 145–182.
46. Gottesman, A. A. & Morey, M. R. (2007). Predicting emerging market mutual fund performance. *The Journal of Investing*, 16(3), 111–122.
47. Goetzmann, W. N. & Ibbotson, R. G. (1994). Do winners repeat?. *Journal of portfolio management*, 20(2), 9.
48. Goetzmann, W. N. & Peles, N. (1997). Cognitive dissonance and mutual fund investors. *Journal of financial Research*, 20(2), 145–158.
49. Grinblatt, M. & Titman, S. (1992). The persistence of mutual fund performance. *The Journal of finance*, 47(5), 1977–1984.
50. IBM Corp. (2017). *IBM SPSS Statistics for Windows, Version 25.0*. Armonk, NY: IBM Corp.
51. ICI. (2021). Total net assets of regulated open-end funds worldwide from 2012 to 2020 (in trillion U.S. dollars) [Graph]. *Statista*. Pridobljeno 26. septembra 2021 iz

- <https://www-statista-com.nukweb.nuk.uni-lj.si/statistics/949668/net-assets-regulated-open-end-funds-worldwide/>
52. Indro, D. C., Jiang, C. X., Hu, M. Y. & Lee, W. Y. (1999). Mutual fund performance: does fund size matter?. *Financial Analysts Journal*, 55(3), 74–87.
 53. Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of finance*, 23(2), 389–416.
 54. Jones, M. A., Lesseig, V. P. & Smythe, T. I. (2005). Financial advisors and mutual fund selection. *Journal of Financial Planning*, 18(3), 64-70.
 55. Jones, R. C. & Wermers, R. (2011). Active management in mostly efficient markets. *Financial Analysts Journal*, 67(6), 29–45.
 56. Kacperczyk, M., Sialm, C. & Zheng, L. (2005). On the industry concentration of actively managed equity mutual funds. *The Journal of Finance*, 60(4), 1983–2011.
 57. Kacperczyk, M., Sialm, C. & Zheng, L. (2008). Unobserved actions of mutual funds. *The Review of Financial Studies*, 21(6), 2379–2416.
 58. Kahn, R., & Grinold, R. (1999). *Active Portfolio Management*. New York, NY: McGraw-Hill.
 59. Khorana, A., Servaes, H. & Wedge, L. (2007). Portfolio manager ownership and fund performance. *Journal of financial economics*, 85(1), 179–204.
 60. Klapper, L., Sulla, V. & Vittas, D. (2004). The development of mutual funds around the world. *Emerging Markets Review*, 5(1), 1–38.
 61. Kostovetsky, L. (2003). Index mutual funds and exchange-traded funds. *The Journal of Portfolio Management*, 29(4), 80-92.
 62. Lee, J. S., Yen, P. H. & Chen, Y. J. (2008). Longer tenure, greater seniority, or both? Evidence from open-end equity mutual fund managers in TAIWAN. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 4(2).
 63. Lo, A. W. (2007). Where do alphas come from?: A New Measure of the Value of Active Investment Management. *Journal of Investment Management*, 6, 1–29.
 64. Ma, L., Tang, Y. & Gomez, J. P. (2019). Portfolio manager compensation in the US mutual fund industry. *The Journal of Finance*, 74(2), 587–638.
 65. Ma, L. & Tang, Y. (2019). Portfolio manager ownership and mutual fund risk taking. *Management Science*, 65(12), 5518–5534.
 66. Morningstar. (2015). *Modern Portfolio Theory (MPT) Statistics*. Pridobljeno 6. oktobra 2021 iz https://morningstardirect.morningstar.com/clientcomm/Morningstar_Methodology_MPT_Statistics.pdf
 67. Morningstar Office (3.20.010.10). (2021). [Računalniški program]. *Morningstar*. Pridobljeno 25. septembra 2021 iz <https://www.morningstar.com/products/office>
 68. Office of Investor Education and Advocacy. (2012). Investor Bulletin: Exchange-Traded Funds (ETFs). *Securities exchange commission*. Pridobljeno 23. novembra iz: <https://www.sec.gov/investor/alerts/etfs.pdf>
 69. Office of Investor Education and Advocacy. (2021a). Mutual Funds. *Securities exchange commission*. Pridobljeno 19. septembra 2021 iz <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/investment-products/mutual-funds-and-exchange-traded-1>

70. Office of Investor Education and Advocacy. (2021b). Mutual Fund Classes. *Securities exchange commission*. Pridobljeno 5. novembra 2021 iz <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/mutual-fund-classes>
71. Office of Investor Education and Advocacy. (2021c). Mutual Fund Fees and Expenses. *Securities exchange commission*. Pridobljeno 19. septembra 2021 iz <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/mutual-fund-fees-and-expenses>
72. O'Neal, E. S. (1999). Mutual fund share classes and broker incentives. *Financial Analysts Journal*, 55(5), 76-87.
73. Otten, R. & Bams, D. (2004). How to measure mutual fund performance: economic versus statistical relevance. *Accounting & finance*, 44(2), 203–222.
74. Parietti, M. (2020). This Is How Much Mutual Fund Managers Make. *Investopedia*. Pridobljeno 27. septembra 2021 iz <https://www.investopedia.com/articles/financial-advisors/121515/how-much-mutual-fund-managers-make.asp>
75. Pástor, L., Stambaugh, R. F. & Taylor, L. A. (2017). Do funds make more when they trade more?. *The Journal of Finance*, 72(4), 1483–1528.
76. Pástor, L. & Vorsatz, M. B. (2020). Mutual fund performance and flows during the COVID-19 crisis. *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 791–833.
77. Pavoni, S. (2021). What does green mean? Investors grapple with definitions and data. *Financial Times*. Pridobljeno 22. septembra 2021 iz <https://www.ft.com/content/71f57e02-8fdb-4680-a1f3-e65f47c9a0b1>
78. Poterba, J. M. & Shoven, J. B. (2002). Exchange-traded funds: A new investment option for taxable investors. *American Economic Review*, 92(2), 422-427.
79. Prather, L. J. & Middleton, K. L. (2002). Are N+ 1 heads better than one?: The case of mutual fund managers. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 47(1), 103–120.
80. PwC. (2021). COVID-19 and the mutual fund industry. Pridobljeno 18. septembra 2021 iz <https://www.pwc.com/us/en/industries/financial-services/library/mutual-fund-outlook.html>
81. Revelli, C. & Viviani, J. L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158–185.
82. Riedl, A. & Smeets, P. (2017). Why do investors hold socially responsible mutual funds?. *The Journal of Finance*, 72(6), 2505-2550.
83. Rodrigues A. & Memminger M. (2021). Bain & Company. *How M&A Will Reshape the Asset Management Industry*. Pridobljeno 18. septembra 2021 iz <https://www.bain.com/insights/reshape-the-asset-management-industry-m-and-a-report-2021/>
84. Rouwenhorst, K. G. (2004). *The origins of mutual funds*. Unpublished working paper. New Haven: Yale University.
85. Sapp, T. & Yan, X. (2008). Security concentration and active fund management: do focused funds offer superior performance?. *Financial Review*, 43(1), 27–49.
86. Satchell, S. E. & Hwang, S. (2001). Tracking error: Ex ante versus ex post measures. *Journal of Asset Management*, 2(3), 241-246.

87. Shukla, R. (2004). The value of active portfolio management. *Journal of economics and business*, 56(4), 331–346.
88. SIFMA. (2021). 2021 Capital Markets Fact Book. Pridobljeno 7. oktobra 2021 iz <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf>
89. Simons, K. (1998). Risk-adjusted performance of mutual funds. *New England Economic Review*, 9, 33-48.
90. Sirri, E. R. & Tufano, P. (1998). Costly search and mutual fund flows. *The journal of finance*, 53(5), 1589–1622.
91. Smith, C. W. & Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of financial and quantitative analysis*, 20(4), 391–405.
92. Smith, D.M. (2009). The economics of mutual funds. V J.A. Haslem (ur.), *Mutual Funds: Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons Inc.
93. Statista Research Department. (2021). Mutual funds - statistics & facts. *Statista*. Pridobljeno 17. septembra 2021 iz <https://www-statista-com.nukweb.nuk.uni-lj.si/to/pics/1441/mutual-funds/>
94. Stewart, S. (2013). *Manager selection*. Research Foundation of the CFA Institute.
95. US SIF Foundation. (2020). *Report on US Sustainable and Impact Investing Trends*. Pridobljeno 16. septembra 2021 iz <https://www.ussif.org/files/US%20SIF%20Trends%20Report%202020%20Executive%20Summary.pdf>
96. Wermers, R. (2000). Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses. *The Journal of Finance*, 55(4), 1655–1695.
97. Wigglesworth, R. (2021). Active managers struggle to prove their worth in a turbulent year. *Financial Times*. Pridobljeno 20. septembra 2021 iz <https://www.ft.com/content/621d51de-f732-48e3-b3e3-be83f42baec3>
98. Zhu, M. (2018). Informative fund size, managerial skill, and investor rationality. *Journal of Financial Economics*, 130(1), 114–1.