

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA DONOSNOSTI IN TVEGANOSTI VZAJEMNIH SKLADOV V
SLOVENIJI**

Ljubljana, januar 2009

SIMONA KAUČIČ

IZJAVA

Študentka Simona Kaučič izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Simon Čadeža in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 9. januarja 2009

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI.....	3
1.1 Finančni trg	6
1.2 Finančne naložbe.....	9
1.2.1 Upniške finančne naložbe	11
1.2.2 Lastniške finančne naložbe.....	13
1.3 Zgodovinski pomen vzajemnih skladov.....	14
1.4 Donosnost vzajemnih skladov.....	17
1.5 Prednosti vlaganja v vzajemne sklade.....	20
1.6 Slabosti vlaganja v vzajemne sklade.....	24
2 TVEGANJA PRI NALOŽBAH V VZAJEMNE SKLADE	27
2.1 Tveganje z vidika vlagateljev.....	31
2.2 Tveganje z vidika vzajemnih skladov	34
2.3 Povezava med donosnostjo in tveganjem.....	35
2.4 Zmanjšanje tveganja naložb v vzajemne sklade	36
3 ANALIZA DONOSNOSTI IN TVEGANOSTI SLOVENSКИH.....	38
VZAJEMNIH SKLADOV	38
3.1 Metodologija	38
3.2 Donosnost slovenskih vzajemnih skladov.....	39
3.3 Tveganost slovenskih vzajemnih skladov	42
3.4 Analiza povezanosti	44
3.4.1 Regresija.....	45
3.4.2 Analiza variance	48
SKLEP	53
LITERATURA IN VIRI.....	55
PRILOGA	58

KAZALO SLIK

SLIKA 1: DELITEV FINANČNIH NALOŽB.....	9
SLIKA 2: PRIMER ENOTE PREMOŽENJA	26
SLIKA 3: RAZMERJE MED STOPNJO IZPOSTAVLJENOSTI TVEGANJU IN ZAHTEVANO DONOSNOSTJO	33
SLIKA 3: VREDNOSTNI PAPIRJI GLEDE NA TVEGANJE IN DONOSNOST.....	36

KAZALO TABEL

TABELA 1: DELITEV SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	5
TABELA 2: VZAJEMNI SKLADI IN NJIHOVI FINANČNI TRGI.....	8
TABELA 3: DELITEV SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV GLEDE NA UPRAVLJAVCE.....	17
TABELA 4: METODA POVPREČNEGA STROŠKA (V EVRIH).....	21
TABELA 5: NAJBOLJ IN NAJMANJ DONOSNI SLOVENSКИ VZAJEMNI SKLADI V TRILETNEM OBDOBJU – 27. 12. 2004-27. 12. 2007.....	40
TABELA 6: OPISNE STATISTIKE DONOSNOSTI.....	41
TABELA 7: NAJBOLJ IN NAJMANJ DONOSNI SLOVENSКИ VZAJEMNI SKLADI ZA OBDOBJE ENEGA LETA – NA DAN 27. 12. 2007.....	41
TABELA 8: FREKVENČNA PORAZDELITEV TVEGANJA SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	42
TABELA 9: FREKVENČNA PORAZDELITEV TVEGANJA SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV (LASTNA OCENA).....	43
TABELA 10: OPISNE STATISTIKE TVEGANJA.....	43
TABELA 11: DELITEV SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV GLEDE NA VRSTO VZAJEMNEGA SKLADA IN TVEGANJE.....	44
TABELA 12: METODA ENOSTAVNE LINEARNE REGRESIJE ENEGA LETA IN TVEGANJA OD 1 DO 5.....	45
TABELA 13: METODA ENOSTAVNE LINEARNE REGRESIJE TREH LET IN TVEGANJA OD 1 DO 5.....	45
TABELA 14: METODA ENOSTAVNE LINEARNE REGRESIJE ENEGA LETA IN TVEGANJA LASTNE OCENE	46
TABELA 15: METODA ENOSTAVNE LINEARNE REGRESIJE TREH LET IN TVEGANJA LASTNE OCENE	47
TABELA 16: METODA OCENE ARITMETIČNE SREDINE ZA OBDOBJE ENEGA LETA IN TVEGANJA OD 1 DO 5 SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	48
TABELA 17: PRIMERJAVA 1-LETNE DONOSNOSTI IN TVEGANJA OD 1 DO 5 SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	48
TABELA 18: METODA OCENE ARITMETIČNE SREDINE ZA OBDOBJE TREH LET IN TVEGANJA OD 1 DO 5 SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	49

TABELA 19: PRIMERJAVA 3-LETNE DONOSNOSTI IN TVEGANJA OD 1 DO 5 SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	49
TABELA 20: METODA OCENE ARITMETIČNE SREDINE ZA OBDOBJE ENEGA LETA IN TVEGANJA LASTNE OCENE OD 1 DO 5 SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	50
TABELA 21: PRIMERJAVA 1-LETNE DONOSNOSTI IN TVEGANJA LASTNE OCENE OD 1 DO 5 SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	50
TABELA 22: METODA OCENE ARITMETIČNE SREDINE ZA OBDOBJE TREH LET IN TVEGANJA LASTNE OCENE OD 1 DO 5 SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	51
TABELA 23: PRIMERJAVA 3-LETNE IN 1-LETNE DONOSNOSTI TER TVEGANJA LASTNE OCENE OD 1 DO 5 SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	51

PRILOGA

PRILOGA 1: RAZVRSTITEV 263-TIH SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV PO STOPNJI TVEGANJA, STOPNJI DONOSNOSTI IN VRSTI VZAJEMNIH SKLADOV.....	58
---	----

UVOD

V Sloveniji je 263 vzajemnih skladov. Ta številka bo v prihodnosti verjetno še večja. Vlagatelju se zato pojavljajo različna vprašanja, med drugim, v kateri vzajemni sklad je najbolje vložiti denar, ali je dobro vložiti denar v več ali, samo en vzajemni sklad, ali je bolje vložiti majhen ali večji znesek, ali je pametnejša dolgoročna ali kratkoročna naložba. Na vsa ta vprašanja in še na mnoga druga se da odgovoriti le ob razumevanju in poznavanju naložbene politike vzajemnega sklada. Izbira vzajemnih skladov je odvisna od pričakovane letne donosnosti in tveganosti sklada. Najtežje je natančno napovedati donosnost. Le-ta je odvisna od znanja, sposobnosti in pravilne naložbene politike upravljavca sklada. Regionalni in svetovni gospodarski trendi lahko zelo vplivajo na vrednost enote premoženja vzajemnega sklada. Gospodarski trendi po svetu so zelo odvisni tudi od številnih dogodkov, npr. od vojn, naravnih katastrof, politične nestabilnosti in tako dalje (Jakoša, 2006, str. 24).

Če vzajemni skladi ne dosegajo donosnosti, ki je ustrezna za vlagatelje, potem pride do zamenjave enote premoženja za denar. To enostavno pomeni, da lahko vlagatelji izstopijo iz sklada. S tem se zmanjšata premoženje sklada in provizija družbe za upravljanje, kar pomeni kazen za vzajemne sklade. Ne smemo pozabiti, da imajo vlagatelji možnost za naložbe v tujino. Po drugi strani pa bi morala biti kazen za izstop na začetku tako visoka, da bi pokrila razliko med tržno vrednostjo delnice in vrednostjo enote premoženja. Šele nato bi se namreč lahko vrednost zmanjšala. V tem primeru ne bi pripadala izstopna provizija družbi za upravljanje, temveč bi ostala v vzajemnem skladu. Na ta način bi bili nagrajeni tisti, ki v vzajemnih skladih ostajajo (Vojinovič, 2001, str. 118-119).

Vsak vlagatelj z naložbami prevzema večje ali manjše tveganje, da denarni zneski ne bodo taki, kot je na začetku pričakoval. Vrednost naložb v vzajemne sklade je v razmerah negotovosti nižja od vrednosti naložb v razmerah gotovosti. Tveganje ima torej svojo ceno in svoj obseg (Mramor, 2002, str. 50).

Osnovni cilj ravnanja s tveganji je izboljšanje razmerja med tveganjem in donosnostjo transakcij. Tveganje je poseben izziv za merjenje, ki je usmerjen v merjenje nevidnega, zato se v različnih modelih za merjenje uporablja različne tehnike. Najpogostejše so matematično- statistične tehnike. Z njimi se da izmeriti negotovost nastopa dogodka. Posledica takega dogodka je izguba dohodka ali naložbe. Tveganja se medsebojno razlikujejo, in sicer glede na naravo tveganja in glede na to, na kaj se nanašajo. Tveganje portfelja je povezano z merjenjem učinkov razpršitve. Poznamo različne osnovne gradnike modelov tveganja (Zavodnik, 2006, str. 15-16).

Z vidika varčevalca je najpomembnejše vprašanje, kateri vzajemni sklad izbrati? Več kot je vzajemnih skladov, več možnosti izbire je. Merila za izbiro so različna. Kako se vlagatelji odločajo? Nekateri dajo prevelik pomen lestvicam, vendar je napačno razumevanje, da so pretekle naložbe ključ za donosnost vzajemnih skladov v prihodnosti. Velika večina vlagateljev izbira vzajemne sklade glede na stopnjo donosnosti in stopnjo naložbenega tveganja, vendar pa imajo vlagatelji zelo različne nagnjenosti do sprejemanja tveganja. Napačna je zato trditev, da si je modro želeti čim višjo donosnost v čim krajšem času. Zelo pomembni so finančni nasveti s strani finančnih svetovalcev, saj namreč nikoli ne najdemo dva enaka vlagatelja.

Lestvice najdonosnejših vzajemnih skladov ne dajejo prave slike o izbiri najboljšega vzajemnega sklada. Sicer pa najboljših vzajemnih skladov ni nikjer na svetu (Kleindienst, 2007, str. 8-9). Pri primerjavi donosnosti in tveganja vzajemnih skladov se moramo vprašati, kolikšna je stopnja tveganja vlagateljev, v katerem obdobju in koliko je pripravljen posamezni vlagatelj vlagati v sklad in kakšna bo glede na tveganje pričakovana donosnost. Na večje ali manjše tveganje varčevalcev vpliva količina razpoložljivih informacij, predvsem pa njihova verodostojnost. Razpršitev ali diverzifikacija naložb enega varčevalca na več vlagateljev zmanjšuje tveganje in obratno. Primerjava donosnosti in tveganja vzajemnih skladov jasno pokaže, da je v dolgoročnem obdobju vlaganja v sklad donosnost v povprečju pozitivna.

Glavni cilj magistrskega dela je preučiti povezavo med donosnostjo in tveganjem slovenskih vzajemnih skladov. V poglavjih proučujem in analiziram postavljeno tezo magistrskega dela, ki opredeljuje razmerje med tveganjem in donosnostjo vzajemnih skladov v Sloveniji, in sicer kot pomoč pri naložbenih odločitvah. Pravilo je enako: pričakovana stopnja donosa delnice je tem višja, čim bolj tvegana je delnica.

Metodološki prijemi izdelave magistrskega dela temeljijo na metodah teoretičnega in praktičnega raziskovanja. Magistrska naloga izhaja iz splošnih značilnosti vrednostnih papirjev in vzajemnih skladov. Pri analizi slovenskih vzajemnih skladov je v pomoč domača in tuja relevantna literatura, lastno znanje in izkušnje, ki sem jih pridobila z delom v borznoposredniški hiši.

Poudarek dela je na empiričnem delu raziskave, v katerem uporabljam metodo kvantitativne analize. Predvsem me zanima povezava med tveganjem in donosnostjo slovenskih vzajemnih skladov. Medtem ko so pretekle donosnosti vzajemnih skladov javno dostopen podatek, kot približek za tveganje posameznih skladov uporabljam oceno tveganosti, ki jo upravljavci skladov objavljajo v prospektih posameznih vzajemnih skladov.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh poglavij, ki se delijo na podpoglavja obravnavane teme posameznega področja. V uvodnem delu predstavim problematiko in načrt raziskave. Prvo poglavje obravnava vzajemne sklade v Sloveniji, opredelitev finančnega trga, delitev finančnih naložb v podjetjih (upniške in lastniške finančne naložbe), teoretične značilnosti in zgodovinski pomen vzajemnih skladov v Sloveniji, donosnost vzajemnih skladov ter prednosti in slabosti vlaganja v vzajemne sklade.

Sledi drugo poglavje, v katerem proučujem tveganja pri naložbah v vzajemne sklade, s poudarkom na razvrstitvi vlagateljev po odnosu do tveganja in načinih odprave tveganja s pomočjo razpršitve ali diverzifikacije premoženja, opredelim povezavo med donosnostjo in tveganjem in načine zmanjšanja tveganja naložb v vzajemne sklade. V tretjem poglavju naredim analizo, ki je namenjena primerjavi med donosnostjo in tveganostjo slovenskih vzajemnih skladov s pomočjo regresije in analize variance. Struktura poglavja je prilagojena osnovnemu cilju magistrskega dela. Upoštevam problematiko in namen dela. Delo zaključim s sklepnimi ugotovitvami.

1 VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI

Sharpe in Alexander (1990, str. 807) pravita tako: »Vzajemni skladi so upravljanje investicijskih družb z neomejenim »življenjem«, ki so vedno pripravljene kupovati svoje delnice od njihovih lastnikov in običajno vedno pripravljene ponujati nove delnice javnosti.«

Vzajemni skladi so druga beseda za premoženje vlagateljev. To je preprost način, ki omogoča vlagateljem posredni nakup vrednostnih papirjev, in sicer bodisi delnic bodisi obveznic. Z drugimi besedami je to združenje premoženja večjega števila vlagateljev. Vzajemni skladi so v lasti vseh vlagateljev, ki so vanj vložili svoj denar.

Vlagatelji imajo možnost vlaganja v različne vrednostne papirje, kot so delnice, obveznice, zakladne menice in še precej drugih. Vlagateljevo celotno premoženje je razdeljeno na »točke« ali enote premoženja. Vsaka posamezna točka pomeni vlagateljev sorazmerni delež vseh naložb vzajemnega sklada in njihovo lastnino. To so enote, na katere je razdeljeno premoženje sklada, oziroma tako imenovane obračunske enote. Vlagatelji oziroma lastniki vzajemnega sklada vlagajo vanj denarna sredstva in s tem kupujejo točke vzajemnega sklada. Vrednost točke (VEP) se spreminja v odvisnosti od spremembe tečajev vrednostnih papirjev. To je vidno v portfelju vzajemnega sklada. Donos ali rast vrednosti točke je merilo za uspešnost vzajemnega sklada. Družba za upravljanje upravlja s premoženjem vzajemnega sklada. Cilj upravljanja je povečevanje premoženja vzajemnega sklada in tudi rast premoženja vlagateljev. Upravljanje vodi v smer koristnosti lastnikov vzajemnega sklada (Vzajemni skladi Triglav, najpogostejša vprašanja, 1. del, 2008).

V Sloveniji se je le začelo obdobje povečane razvojne dinamike vzajemnih skladov vrednostnih papirjev. Vzajemni skladi postajajo čedalje bolj priljubljena oblika varčevanja vsakega posameznika. Pojav vzajemnih skladov ni od včeraj, je pa res, da je njihova popularnost narasla in dobila nove dimenzije z vstopom Slovenije v Evropsko unijo. Obstajajo precejšnje možnosti za nadaljnjo rast obsega poslovanja z vzajemnimi skladi. V Sloveniji je povprečno 900 evrov sredstev v upravljanju na prebivalca. Leta 2015 se pričakuje 5.600 evrov sredstev v upravljanju na prebivalca (Pomen zavarovalništva in vzajemnih skladov: Fin-mak, d. o. o., 2008).

Vzajemni sklad v Sloveniji opredeljuje Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Opredeljuje ga kot »premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih oz. pravnih oseb ter je v lasti teh oseb.«.

Iz premoženja izhaja solastninska pravica fizičnih in pravnih oseb, tistih, ki so vložili denarna sredstva v vzajemni sklad. Solastninska pravica je vključena v vrednostnem papirju, imenovanem investicijski kupon vzajemnega sklada. Fizična oziroma pravna oseba vplača investicijski kupon vzajemnega sklada. Na ta način postane solastnik sorazmernega dela vzajemnega sklada. Investicijski kupon izda družba za upravljanje (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 60). Vzajemni skladi so v svetu najbolj razširjena oblika investicijskih skladov.

Na splošno delimo vzajemne sklade na podlagi donosov in tveganja v naslednje skupine (Rugg, 1986, str. 56):

- vzajemni skladi agresivne rasti (angl. *aggressive growth funds*); njihova značilnost je, da imajo visoko pričakovano donosnost in tudi visoko tvegane vrednostne papirje;
- vzajemni skladi zmerno rasti (angl. *moderate growth funds*); imajo srednjo stopnjo donosnosti in rizične vrednostne papirje;
- vzajemni skladi zadržane rasti (angl. *conservative growth funds*); zanje sta značilni nizka pričakovana stopnja donosa in nizka tveganost vrednostnih papirjev.

Slovenski vzajemni skladi se med seboj razlikujejo po naložbeni politiki, stroških in aktivnostih upravljanja (kako pogosto se trguje z vrednostnimi papirji). To so predpisane omejitve, na primer, katere vrednostne papirje lahko vložimo in/ali kako se lahko nalagajo sredstva. Vse omejitve so določene v pravilih upravljanja vzajemnega sklada. Pri izbiri vrste sklada za naložbe je pomembno izbrati takega, ki je primeren okoliščini vsakega posameznika. Z vlagateljevega vidika je smiselno opredeliti dobo vlaganja v vzajemni sklad in stopnjo tveganja, ki jo je vlagatelj pripravljen sprejeti.

Vzajemne sklade lahko delimo na splošno tudi glede na vrsto vrednostnih papirjev (Fredman & Wiles, 1993, str. 23-54) in sicer so to:

- delniški/lastniški skladi (angl. *equity mutual funds*);
- mešani skladi (angl. *hybrid mutual funds*);
- obvezniški/dolžniški skladi (angl. *bond mutual funds*);
- skladi denarnega trga oziroma skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev (angl. *money market mutual funds*).

V Tabeli 1 je prikazana delitev slovenskih vzajemnih skladov. Največ, torej 179, je delniških slovenskih vzajemnih skladov. Izmed vseh 263 slovenskih vzajemnih skladov je tako najmanj, to so trije, garantirani in trije so skladi skladov.

Tabela 1: Delitev slovenskih vzajemnih skladov

VRSTA VZAJEMNEGA SKLADA	<i>Delniški</i>	<i>Denarni</i>	<i>Mešani</i>	<i>Obvezniški</i>	<i>Skladi skladov</i>	<i>Indeksni</i>	<i>Garantirani</i>	SKUPAJ
ŠTEVILO VZAJEMNIH SKLADOV	179	7	23	44	3	4	3	263

Vir: Vzajemni sklad, Vzajemci.com, 2008.

Vzajemni skladi niso ne fizične in tudi ne pravne osebe, temveč združeno premoženje vlagateljev. Upravlja ga DZU¹ (družba za upravljanje). Za tako imenovane »odprte investicijske sklade« je značilno, da njihov obseg izdanih delnic ali investicijskih kuponov ni omejen. To pomeni, da se jih lahko izda na ravni povpraševanja. Investicijski kupon vzajemnega sklada je neprenosljivi imenski vrednostni papir. Z njim se ne trguje na borzi, temveč ga odkupi in izdaja DZU. Če vlagatelj to tudi zahteva, mora DZU odkupiti investicijske kupone po neto vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, ki je razlika med celotno vrednostjo sredstev sklada in vsemi obveznostmi sklada. Izraža se na enoto premoženja (Dimovski, 1995, str. 106).

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje opredeljuje vzajemne sklade, ki so odprti in niso pravne osebe in investicijske družbe, ki so zaprti skladi in so delniške družbe (Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 14).

¹ »DZU je gospodarska družba, ki se ustanovi izključno z namenom ustanavljanja in upravljanja investicijskih skladov. Premoženje sklada je ločeno od premoženja družbe. Vzajemni sklad se oblikuje in upravlja izključno v korist varčevalcev (lastnikov) vzajemnega sklada« (Slovar, vzajemci.com, 2008).

Vlagatelji naj bi se pri izbiri najprimernejšega vzajemnega sklada v Sloveniji držali naslednjih načel (Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 20-21):

- upoštevati je potrebno investicijsko politiko in investicijske cilje; vlagatelji imajo možnost izbire med aktivnimi in pasivnimi upravljanji premoženja, s čimer lahko uporabljajo tudi kombinacije obeh upravljanj premoženja;
- kakšna je velikost vzajemnega sklada in njegovega upravitelja; majhni vzajemni skladi imajo visoke stroške upravljanja in so tudi manj uspešni v primerjavi z velikimi vzajemnimi skladi; upravitelji, ki poslujejo z več vzajemnimi skladi, vlagateljem nudijo poceni prestop iz enega v drug vzajemni sklad;
- na kateri stopnji je specializiran vzajemni sklad; visoko specializirani vzajemni skladi nosijo preveliko tveganje za vlagatelje, zato je najbolje, da se le-ti odločajo za razpršene splošne vzajemne sklade in tako osnujejo vlagateljev osnovni portfelj²;
- kakšno je tveganje vzajemnega sklada; vlagatelji morajo upoštevati preteklo tveganje vzajemnih skladov, saj velja, da ni nujno, da bodo najbolj uspešni vzajemni skladi tisti, ki bodo v prihodnosti imeli tudi najnižjo stopnjo tveganosti;
- kateri in kako visoki so vsi stroški vzajemnega sklada, ki so v povezavi z vlaganjem v tak vzajemni sklad; dejstvo je, da velikokrat vzajemni skladi ne navajajo preteklih donosnosti skupaj z vsemi stroški in velikokrat izpuščajo tudi pristopne provizije;
- kako velik pomen dajejo vlagatelji ocenam pretekle uspešnosti pri napovedih prihodnje uspešnosti; za vlagatelje je pomembno, da pri svojih odločitvah o naložbah ne dajejo prevelikega pomena ocenam prej navedenim uspešnostim.

1.1 Finančni trg

Za organizirani trg kapitala je značilno, da ima dostop do tega trga vsakdo in vsakemu posamezniku je tako omogočeno tudi poslovanje. Trgovanje na tem trgu poteka redno, urejajo ga pravila borze, nadzoruje ga Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP). Na njem se trguje z vrednostnimi papirji družb, ki so uspešno opravile javno prodajo in seveda imajo dovoljenje ATVP-ja. Dolžnost javne družbe je, da poroča o svojem finančnem in

² »Portfelj pomeni finančno premoženje, predvsem v različnih vrednostnih papirjih, ki jih imata v lasti posameznik ali podjetje. Pri oblikovanju portfelja se z razpršenostjo naložb v različne vrednostne papirje skuša čim bolj zmanjšati tveganje. Portfelj lahko vlagatelj upravlja sam, pogosto pa upravljanje zaupa posebnim finančnim svetovalcem-upravljavcem portfelja« (Vzajemci.com, 2008).

pravnem položaju in da redno obvešča o poslovnih dogodkih, ki imajo vpliv na ceno vrednostnega papirja.

To poteka s predložitvijo in z objavo revidiranega letnega poročila ATVP. Organizirani trg vrednostnih papirjev je trg, ki je sprejet v borzno kotacijo. Sprejem v borzno kotacijo poteka s sodelovanjem izdajatelja vrednostnega papirja, katerega dolžnost je, da za sprejem zaprosi. Odbor za sprejem članov in vrednostnih papirjev na borzo odloča o uvrstitvi vrednostnih papirjev v borzno kotacijo. Ko skupščina sprejme sklep o umiku delnic z organiziranega trga, potem tudi pride do dejanskega umika delnic z organiziranega trga (Organizirani trg vrednostnih papirjev in umik z organiziranega trga, 2008). Z vrednostnimi papirji, ki niso uvrščeni v borzno kotacijo, poteka trgovanje na prostem trgu. Za prosti trg je značilen preprost postopek uvrstitve na ta trg in daje možnost vsakemu vlagatelju, da vloži pobudo za uvrstitev v trgovanje. Prosti trg ima izvajalca, to je borza.

Finančni trgi imajo naslednjo funkcijo (Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 6):

1. Ugotavljanje in zagotovitev likvidnosti

S tem se zagotovijo pozitivni vplivi na varčevanje, realno vlaganje in gospodarski razvoj.

2. Diverzifikacija ali razpršitev naložb

S tem se zmanjšuje tveganje na način, da varčevalec ob dospelju dobi obljubljen donos. Verjetnost, da se uresničijo obljube vseh vlagateljev, je večja v primerjavi z uresničitvijo obljub le enega vlagatelja. Finančni trg dovoljuje naložbe v vrednostne papirje po sistemu deljivosti (z majhnimi nominalnimi vrednostmi in z velikim številom delnic). Vsak varčevalec lahko kupuje finančne naložbe kakršnihkoli izdajateljev. Tveganje se zmanjšuje z nakupom večjega števila naložb različnih izdajateljev. Tako se zagotovi pričakovani donos in s tem pozitiven vpliv na varčevanje.

Finančni trg delimo na trg denarja in trg kapitala. Trg denarja se deli na trg kratkoročnih posojil in trg vrednostnih papirjev. Trg kapitala zajema trg dolgoročnih posojil in trg vrednostnih papirjev. Kvartalni trg zajema trgovanje med institucionalnimi vlagatelji. Trg »preko okenc« je neorganizirani trg. Borza je organiziran prostor, v katerem so zelo pomembne naslednje vrline: poštenost, likvidnost, varnost in učinkovitost.

Trg vrednostnih papirjev se deli na primarni in sekundarni trg. Primarni trg je namenjen izdaji novih vrednostnih papirjev, s katerimi izdajatelji zbirajo kapital za financiranje

svojega poslovanja. Sekundarni trg vrednostnih papirjev pa je namenjen trgovanju z že obstoječimi finančnimi oblikami.

Zadnji omenjen je razdeljen na trg obveznic, delnic in kratkoročnih vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi (Borzno posredovanje, trg vrednostnih papirjev, 2008).

Zbiranje sredstev na trgu kapitala (s pomočjo vrednostnih papirjev) igra pomembno vlogo v dolgoročnem financiranju vlagateljev. Vrednostni papirji, ki se uporabljajo za to, so vrednostni papirji s stalnim donosom oziroma obveznice in vrednostni papirji s spremenljivim donosom oziroma delnice. Če poznamo zakonitosti, ki vladajo pri izdaji in prometu z vrstami vrednostnih papirjev, potem dobimo tudi odgovor na vprašanje, katero vrsto vrednostnih papirjev uporabiti in kakšni so njihovi deleži. Kot je možno razbrati iz Tabele 2, poznamo poleg denarnega trga vzajemnih skladov še druge trge, ki nudijo tudi možnost zavarovanja pred različnimi tveganji.

Tabela 2: Vzajemni skladi in njihovi finančni trgi

TIP TRGA	KAKO VZAJEMNE SKLADE (VS) UPORABLJA TA TRG
1. DENARNI TRGI	VS denarnega trga vlagajo v različne instrumente denarnega trga (zakladne menice, komercialni zapisi, bančni akcepti ...).
2. TRGI DOLŽNIŠKIH VRED. PAPIRJEV	Nekateri VS obveznic vlagajo v državne obveznice, Drugi v obveznice mestnih občin oziroma v obveznice podjetij.
3. HIPOTEKARNI TRGI	Nekateri vzajemni skladi obveznic vlagajo v obveznice ustanov Government National Mortgage Association, ki ponuja hipoteke, ki so jih prvotno izdale nekatere finančne ustanove.
4. TRGI DELNIC	Številni vzajemni skladi delnic vsebujejo delnice z različnimi stopnjami tveganja in roki zapadlosti.
5. TRGI STANDARD. TERMINISKIH POGODB	Nekateri vzajemni skladi delnic se skušajo periodično zavarovati pred obrestnim tveganjem s sklepanjem finančnih futures pogodb.
6. TRGI OPCIJ	Nekateri vzajemni skladi delnic zavarujejo nekatere delnice z nakupom opcij, nekateri pa kupujejo opcije iz špekulativnih namenov.
7. SWAP TRGI	Nekateri vzajemni skladi obveznic uporabljajo obrestni swap za zavarovanje pred obrestnim tveganjem.

1.2 Finančne naložbe

Vsako leto se pojavljajo nove finančne naložbe. Tako vlagatelji kot vzajemni skladi lahko izbirajo med različnimi finančnimi naložbami.

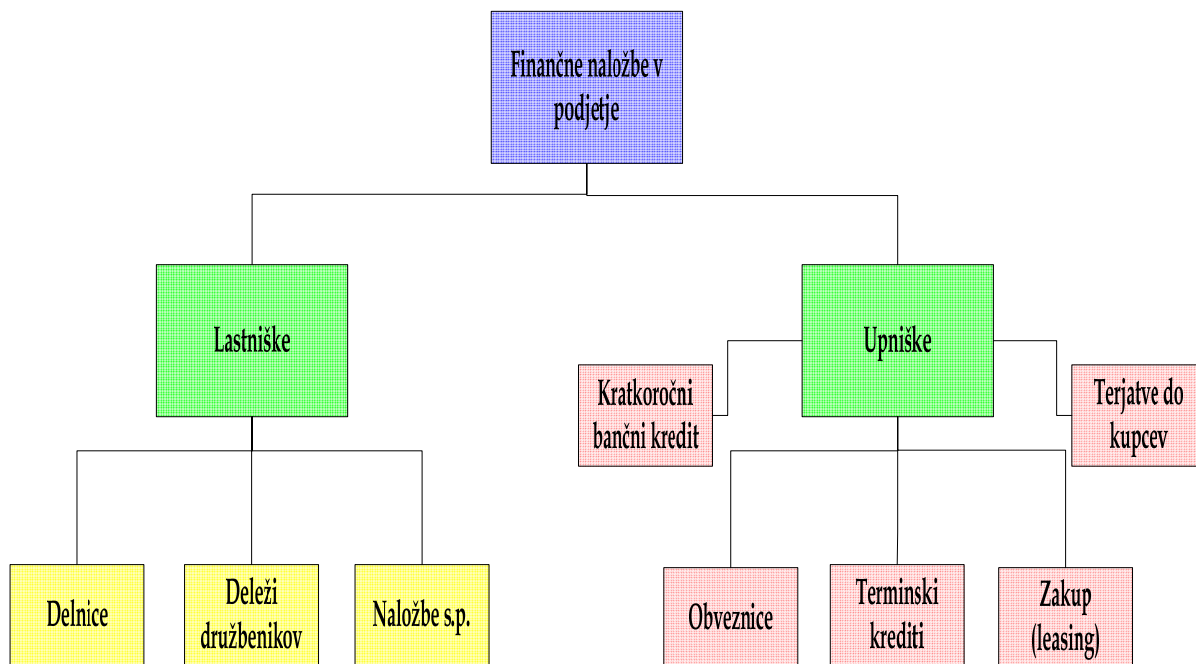
Finančne naložbe se delijo glede na izdajatelja v:

- finančne ustanove,
- državo,
- izvedene finančne naložbe.

Finančne naložbe v podjetja se delijo v dve skupini (Slika 1), in sicer v:

- lastniške finančne naložbe v podjetja;
- upniške finančne naložbe v podjetja.

Slika 1: Delitev finančnih naložb



Delnice³ so lastniški vrednostni papirji in predstavljajo delež v lastnini delniške družbe. Imetnik delnice ima pravico odločati o poslovanju družbe v relativni višini svojega lastništva. Lastnik delnice ima tudi pravico do dobička in do ustreznega deleža v likvidacijski masi.

Razlike med obveznicami in delnicami so naslednje:

- delnice so vrednostni papirji brez roka dospelja, obveznice so vrednostni papirji z rokom dospelja;
- z delnicami se največkrat trguje na sekundarnem trgu kapitala (glede na nedoločen rok dospelja), medtem ko se z obveznicami v glavnem trguje na trgu OTC ("preko okenc"); z delnicami se v glavnem trguje tako na trgu OTC kot tudi po telefonu in na borzi vrednostnih papirjev;
- za obveznice so značilne nespremenljive obrestne mere in vrednost ob dospelju, medtem ko za delnice niso značilne vnaprej določene stopnje donosa.

Delnice dajejo lastnikom delež v delniški družbi in naslednje dodatne pravice (Prohaska, 2004, str. 88-89):

- pravico do izplačila dividende;
- predkupno pravico pri izdaji novih delnic;
- pravico do glasovanja na skupščini delničarjev;
- pravico do obveščanja;
- pravico do deleža v sami likvidacijski masi.

Vlagatelji se lahko odločijo tudi za terminske pogodbe o nakupu in prodaji sredstev (na primer delnic) v x dnevih v prihodnosti. Ob sklenitvi tovrstne pogodbe je dolžnost vlagatelja zagotoviti le del celotnega vložka obliki depozita. Vrednostni papirji se na tak način kupijo v imenu in za račun, na primer vzajemnega sklada, in s strankino obvezo, da bo do dogovorjenega datuma te vrednostne papirje odkupila. Namen terminskih pogodb je v tem, da stranka v prihodnosti pričakuje zvišanje cene vrednostnega papirja, zato se tudi uporabi taka pogodba. Opozoriti je treba, da s terminskimi pogodbami lahko vlagatelj izgubi več, kot pa je vložil (Borzno posredovanje, trg vrednostnih papirjev, 2008).

Končni varčevalci imajo možnost, da sami prenašajo svoje prihranke neposredno na končne vlagatelje. Imajo pa možnost tudi posrednega prenosa finančnih prihrankov, pri katerem prenašajo finančne presežke tudi na končne vlagatelje. To se prenaša s finančnimi posredniki oziroma finančnimi ustanovami. Vzpostavi se posredno finančno razmerje med končnimi vlagatelji. S finančnimi posredniki se doseže večji obseg varčevanja, večji obseg finančnih prihrankov in z njimi tudi večjo racionalno alokacijo denarnih akumulacij.

³ Beseda »share« pomeni delnica in je angleškega izvora, medtem ko je beseda »stock« ameriškega izvora.

Funkcionalno načelo delitve finančnih posrednikov dovoljuje razdelitev na depozitne in nedepozitne finančne posrednike. Nedepozitne finančne ustanove so investicijski skladi in pogodbene finančne ustanove. Med investicijske sklade uvrščamo vzajemne ali odprte in investicijske ali zaprte sklade (Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 3).

1.2.1 Upniške finančne naložbe

Obveznice so najbolj pogosta oblika dolgoročnih naložb in ena izmed oblik upniških finančnih naložb. Obveznica je pisna listina, s katero se izdajatelj obvezuje, da bo izplačal v obveznici navedeni znesek prinosniku obveznice. Izplačilo se bo izvedlo določenega dne in osebi, ki je navedena na njej. Po vsebini je izdajatelj obveznice posojilodajalec, medtem ko je kupec posojilodajalec.

Imetnik obveznice dobi za dobo do dospelosti⁴ obveznice redno izplačane kupone⁵ z vnaprej določeno obrestno mero. Obveznice se izplačujejo ob dospelju v nominalni vrednosti. Na sekundarnem trgu obveznic je njihova nakupna vrednost odvisna od ponudbe in povpraševanja⁶. Na organiziranem trgu ali borzi se lahko obveznice pred rokom dospelosti kadarkoli tudi prodajo. V Sloveniji imamo državne, podjetniške in bančne obveznice. Najvarnejša oblika obveznic in obveznice z najmanjšim donosom so državne obveznice. Bolj tvegane in bolj donosne od njih so bančne obveznice. Nekoliko višjo donosnost in največje tveganje izkazujejo podjetniške obveznice. Naložbe v obveznice in njihova varnost so odvisne od izdajatelja. Izmed vseh prej navedenih oblik obveznic so najbolj varne državne obveznice, saj država jamči za njihovo izplačilo z vsem svojim premoženjem.

Donosnost obveznic delimo na:

- kapitalske dobičke (razlika med prodajno in nakupno ceno obveznic in tečajnimi razlikami, kadar so obveznice denominirane v tuji valuti);

⁴ » Dospelost je čas od izdaje dolžniškega vrednostnega papirja do dne, ko postane obveznost izterljiva in se lahko zahteva njena izpolnitev, na primer izplačilo obresti ob dospelosti posameznih kuponov (obveznice) oz. izplačilo glavnice na koncu odplačilnega obdobja« (Vzajemci.com, 2008).

⁵ Kupon je oznaka za sestavni del vrednostnega papirja, ki pomeni donos za posamezno izplačilo, bodisi obresti bodisi dividend (Vzajemci.com, 2008).

⁶ Najprej se ugotavlja časovni razpored vseh plačil obresti in plačila glavnice obveznic, potem se ti denarni tokovi diskontirajo (prevedejo na danes) glede na ustrezno stopnjo donosa, ki pa je odvisna od tveganosti naložbe. Na ta način se izračuna vrednost obveznic.

- izplačane obresti.

Pri državnih obveznicah (nizka tveganost) so obrestne mere nižje kot pri bolj tveganih podjetniških obveznicah. Premija za tveganje je sestavljena iz naslednjih dejavnikov: premija za nelikvidnost, premija za tržnost, premija za ročnost, premija za tveganje, premija za kreditno tveganje, premija za odpoklic in premija za valutno tveganje.

Likvidnost in enostavnost naložbe se za vlagatelja povečata s trgovanjem obveznic na sekundarnem trgu in s trgovanjem »preko okenc«. Obveznice so najbolj primerne za velike institucionalne vlagatelje (stroški z obveznicami in šibka ponudba obveznic). Na gibanje tržnih tečajev obveznic vplivajo tveganja sprememb obrestnih mer in spremenjene zahtevane donosnosti obveznic. Vlagatelji so lahko namreč hitro razočarani, če ne poznajo učinka spremenjenih obrestnih mer na tečaj obveznic in če se zanašajo le na dober sloves izdajatelja ter na visoko likvidnost naložb. Vzajemni skladi, ki vlagajo sredstva predvsem v obveznice so dolgoročno manj donosni v primerjavi z vzajemnimi skladi, ki vlagajo večinoma v delnice (Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 11-12).

Obveznice so sestavljene iz plašča (nominalna vrednost obveznice) in kuponskih pol (podlaga za periodična izplačila kuponskih obresti). Kuponske obresti se lahko izplačajo letno ali polletno. Obrestna mera je fiksna ali spremenljiva. Obveznice delimo glede na vrsto izdajatelja in glede na valuto izdaje. Glede na vrsto izdajatelja poznamo državne, agencijske in podjetniške obveznice. Glede na valuto izdaje pa ločimo evroobveznice, domače in tuje obveznice. Najbolj varna naložbena oblika so državne obveznice, ki pa nudijo glede na dospelost tudi najnižje donose. Ostale vrste obveznic se medsebojno razlikujejo po boniteti. Krivulja donosnosti je krivulja donosa do dospelosti od preostalega časa do zapadlosti dolžniških vrednostnih papirjev. Njena oblika je naraščajoča, če so makroekonomske "normalne" razmere. To pomeni, da obveznice prinašajo višji donos, seveda ob daljšem dospelju (Veselinovič, 2003, str. 14-15, 18).

Končni cilj izdaje obveznic je pridobitev finančnih sredstev. Značilnost obveznice je določena z njeno izdajo in na ta način se obveznice tudi medsebojno razlikujejo. Poznamo kuponske in brezcuponske obveznice, obveznice s spremenljivo in fiksno obrestno mero, zavarovane in nezavarovane obveznice, obveznice v domači ali v tuji valuti, obveznice različnih dospelosti, obveznice glede na načine odplačila, obveznice na prinosnika, poimenske obveznice, zamenljive ali indeksirane obveznice (Mramor, 2000, str. 43).

Poleg tega poznamo tudi navadne in participativne obveznice. Pri participativni obveznici ima imetnik pravico do udeležbe pri dobičku izdajatelja obveznice in pravico do obresti. Dalje razlikujemo tudi garantirane in negarantirane obveznice, seveda z vidika garancije.

Ko se obveznica v celoti plača, se pridobi pravica do obveznice (Pivka & Puharič, 1993, str. 212).

Obveznica zagotavlja odplačilo nominalne vrednosti na določen datum dospelja. To je sedanja vrednost toka plačil, ki se zagotavlja v prihodnosti. Vsako zvišanje obrestnih mer prinaša izgubo za vlagatelje obveznic. Čim bolj je oddaljen datum dospelja obveznice, tem večja je izpostavljenost obrestnemu tveganju (Duhovnik, 1995, str. 48-49).

Obstaja Rodriguesova formula za približno oceno stopnje donosa do dospelja obveznice (Duhovnik, 1995, str. 50):

$$\text{približna stopnja donosa do dospelja} = \frac{I + (M - V)/n}{(M + 2V)/3}, \quad (1)$$

pri čemer velja:

I = vsakoletni znesek obresti (obrestna mera x nominalna vrednost);

M = nominalna vrednost obveznice;

V = vrednost obveznice;

n = n-to število obveznic.

1.2.2 Lastniške finančne naložbe

Delnice so lastniški vrednostni papirji, ki dajejo imetniku lastniško pravico. Imetnik ima v relativni višini svojega lastništva pravico odločanja o poslovanju družbe. Prav tako ima tudi pravico do sorazmernega deleža v dobičku, do deleža v likvidacijski masi ob morebitnem stečaju podjetja in pravico do prednostnega nakupa delnic (ob povečanju kapitala ali novi izdaji delnic). Delnice so najbolj tvegane naložbe, po drugi strani pa prinašajo v povprečju najvišje dobičke. Dobiček pri delnicah je sestavljen iz kapitalskega⁷ dobička in iz donosa v obliki udeležbe v dobičku podjetja, ki se kaže v obliki dividend.

Izplačevanje dividend je odvisno od dobička, ki ga je podjetje ustvarilo, in od politike izplačevanja dividend podjetja. Podjetje odloča, koliko dobička bo namenilo razvoju podjetja in koliko dobička v obliki dividend bo izplačalo lastnikom delnic. Delnice so likvidna oblika naložbe kapitala. Če imetniki delnic potrebujejo denar, potem delnice prodajo v borznoposredniški hiši. Prav tako imajo pravico do višine vložka in časovnega razdobja, za katerega se odločajo sami. Imajo pa tudi pravico do zamenjave ene delnice z drugo, le odločiti se morajo z vidika stroškov posrednikov in davkov⁸ (Preizkus strokovnih

⁷ Kapitalski dobiček je razlika med prodajno in nakupno ceno delnice.

⁸ Davki od lastništva delnic so povezani z obdavčitvijo kapitalskih dobičkov in obdavčitvijo dividend.

znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 12).

Delnice delimo tudi glede na pravice iz delnic. Tako ločimo navadne, prednostne in zamenljive delnice. Lastniki navadnih delnic imajo omejene pravice glede na polno pravico glasovanja in pridejo pri stečaju zadnji na vrsto za poplačilo njihovih terjatev.

Donosnost navadnih delnic je odvisna od poslovne uspešnosti podjetja in od delitve čistega dobička (sprejem delničarjev podjetja na skupščini delničarjev). Značilnost navadnih delnic je, da nimajo dospelja. Obstajajo, dokler obstaja podjetje.

Lastniki prednostnih delnic so pri stečaju poplačani pred navadnimi delničarji. Določena je omejena pravica glasovanja. Lastniki prednostnih delnic imajo prav tako nespremenljive dividende (nadzorni svet odloča o izplačilu). Če se dividende na prednostne delnice ne izplačajo, potem se ne morejo izplačati tudi dividende na navadne delnice. Za zasebne vlagatelje so primerne navadne delnice, saj je prednostnih delnic relativno malo na trgu.

Lastniki imajo pri zamenljivih prednostnih delnicah pravico do zamenjave prednostnih delnic za navadne delnice v času, v katerem to želijo. Zamenljive prednostne delnice se izdajajo ob združitvah podjetij (Mramor, 2000, str. 43).

Delnice prinašajo pravico voliti upravni odbor in glasovati o poslovnih odločitvah. Navadne, redne ali prave delnice uveljavljajo »preostali zahtevki« premoženjskih pravic. Imetnik ima pri rednih delnicah ob vsaki novi izdaji delnic predkupno pravico, da obdrži določen delež skupno izdanih delnic. S prednostnimi delnicami dobi lastnik fiksno dividendo, medtem ko ob likvidaciji lastniki dobijo dividende, še preden se te izplačajo imetnikom navadnih delnic. Prednostne delnice dajejo predkupno pravico imetnikom ob izdaji novih delnic. »Blue chips« so delnice najboljših podjetij iz gospodarstva. Gibanje cen delnic na določenem trgu pa je razvidno iz borznih indeksov (Veselinovič, 2003, str. 12-13).

1.3 Zgodovinski pomen vzajemnih skladov

Prvi investicijski skladi zaprtega tipa so nastali v času po državljanski vojni v ZDA. V tem času so investicijske družbe iz Velike Britanije in Škotske vlagale ogromne zneske v ameriško gospodarstvo. Leta 1920 so se pojavili odprti investicijski skladi. To obdobje je značilno po finančni rasti in po novih tipih investicijskih storitev. Prišlo je do ustanovitve investicijskih skladov v Bostonu, New Yorku in Philadelphiji. 24. oktober 1929, znan kot črni četrtek, je prinesel borzni zlom. Zaprti skladi so ostali prevladujoč tip skladov do borznega zloma. Večina vlagateljev se je po borznem zlomu obrnila k odprtim investicijskim skladom, ki so zagotavljali rast in visok nivo storitev. Borzni zlom je

prinesel novo zakonodajo na področju trga vrednostnih papirjev. V ZDA so sprejeli vrsto novih zakonov z namenom preprečevanja goljufij in manipulacij s tečaji vrednostnih papirjev (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 19). Prvi zakon je bil leta 1933 Federal Securities Act, nato pa leta 1934 Federal Securities Exchange Act. ZDA je s sprejetjem zakona Federal Investment Company Act leta 1940 in z obema prej omenjenima zakonoma ohranila zaupanje javnosti v investicijska podjetja in sklade (odprte oziroma vzajemne). Amandmaji, sprejeti leta 1970, so predstavljali standarde za prodajne provizije. Sredstva, vložena v sklade, so se povečala iz dveh milijard dolarjev leta 1946 na 770 milijard dolarjev v letu 1987.

Vzajemni skladi v petdesetih in zgodnjih šestdesetih letih niso bili zelo priljubljeni. Skladi lastniških vrednostnih papirjev (angl. *equity funds*) so bili ravno v tem času deležni velikega zanimanja. Razlog je bil v stalnem naraščanju tečajev delnic. Konec šestdesetih let se je razvila industrija finančnih storitev s široko ponudbo skladov za vlagatelje s srednje velikimi dohodki in za velike vlagatelje, ki so bili povezani s tveganim kapitalom. Taki rizični skladi so se odzivali na zahtevo po visoki donosnosti, ki je večja, kot jo lahko vlagatelj dosega z individualnim načinom vlaganja v delnice podjetij (ki kotirajo na borzi). Rizični skladi so prinesli ponovno povečanje obsega zaprtih skladov.

V sedemdesetih letih je naraslo zanimanje za odprte sklade in predvsem za sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev ter sklade municipalnih obveznic. Ti skladi so bili konkurenca komercialnim bankam v obrestnih merah. Zanimanje za take sklade je naraslo. Leta 1973 se je znova začel razmah zaprtih skladov rizičnega kapitala. Leta 1974 so bili sprejeti pravni akti, ki so obravnavali tvegani kapital in tudi strožje urejali delovanje in poslovanje pokojninskih skladov.

Tvegani kapital se je v začetku leta 1975 povečal le za deset milijard dolarjev. Davčni predpis, ki so ga sprejeli leta 1978, je dal novo pot tveganemu kapitalu. Z njim so se znižale dajatve na kapitalski dobiček in povečale so se naložbe v podjetja (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 21).

Leta 1980 je ponovno prišlo do vlaganja kapitala v tvegane sklade. Znani zaprti družbi Apple Computer Corp. in Genentech Inc. sta postali javni. S tem se je zagotovila visoka uspešnost v naložbe rizičnih skladov. Vlaganja v tvegane sklade so se ponovno povečala s sprejetjem zakona Economic Recovery Tax Act, s katerim so se leta 1981 (Reaganova vlada) zmanjšale dajatve na kapitalske donose. Po tem zakonu se je razživel trg delnic. Več kot 200 družb se je vključilo v borzno poslovanje. Njihovo delovanje je bilo javno in njihov tržni delež vrednostnih papirjev je bil deset milijard dolarjev. Najuspešnejše družbe, ki so bile ustanovljene z rizičnim kapitalom, so bile Biogen, Compaq in Lotus.

Leta 1982 se je povečal interes za odprte sklade, saj so jih lahko odpirali vsi zaposleni delavci. Odprti skladi so bili pogoj za dolgoročne pokojninske račune in so bili kot taki tudi nosilci tovrstnih računov. Razvite države imajo z odprtimi vzajemnimi skladi že stoletno tradicijo. Vlagati v vzajemne sklade pomeni razvitim državam najpomembnejši inštrument finančnega sistema.

Med obdobjem 1980-1984 se je prodaja skladov podvojila. Nastali so tudi kratkoročni vrednostni papirji, skladi za državne in občinske obveznice, skladi dohodka in sektorski skladi. Leta 1982 so začeli tečajni vrednostnih papirjev naraščati.

V letu 1986 so bile odpravljene dajatve na kapitalski donos tveganih skladov. S tem je prišlo spet do povečanja obsega tveganega kapitala. Vložek v tvegane sklade je v letu 1987 dosegel rekordno višino 4,2 milijarde dolarjev. V letu 1991 je dosegel vložek v tvegane sklade tretjino letnih vlaganj v primerjavi z letom 1987.

Med letoma 1991 in 1992 je prišlo do krize na področju bančništva, pokojninskih skladov, zavarovalnic in drugih finančnih ustanov. Po zalivski vojni so se zmanjšale naložbe v tvegano industrijo. Sredstva v tvegane sklade so se zmanjšala. Nastali so pokojninski skladi, kot edine ustanove alternativnih in najrazličnejših investicijskih programov (Žnidaršič Kranjc, 1999 str. 22).

Zakon Small Business Equity Enhancement Act je leta 1992 uredil razmerja med tujimi viri in lastniškim kapitalom. S tem zakonom je prišlo do ponovne uveljavitve rizičnih naložb. V letu 1992 so se pojavili veliki tvegani skladi. Pojavili so se »skladi za vsak možen investicijski cilj«. Potrošniki so jih zelo dobro sprejeli (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 23).

V Sloveniji je obdobje odprtih vzajemnih skladov dosti krajše kot je to v razvitimi državah.

S 1. 1. 1992 je začel poslovati prvi vzajemni sklad v Sloveniji. Imenoval se je Galileo, ustanovila ga je Kmečka družba. Konec leta 1992 je bil ustanovljen vzajemni sklad LBM Piramida, ki ga je upravljal LB Maksima, vendar ni dosegel niti četrte vrednosti največjega sklada. Leta 1993 so bili ustanovljeni dodatni trije novi vzajemni skladi. Osmim se je pridružil leta 1994 še eden. Ustanovitelji družb za upravljanje so bile banke in zavarovalnice, pa tudi zasebniki, ki so se že prej ukvarjali z upravljanjem sredstev. Kot rečeno, je 1. 1. 1995 prinesel spremembe, ko so morali vsi vzajemni skladi pod okrilje upravljanja družb za upravljanje (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 109). Do leta 2007 je število skladov naraslo na 263.

V Tabeli 3 na strani 17 vidimo, da lahko slovenske vzajemne sklade delimo tudi glede na upravljavce. Tako imamo 111 domačih in 152 tujih vzajemnih skladov. DZU upravlja z

19-timi upravljavci, od tega je 13 domačih (4 banke, 1 zavarovalnica in 8 podjetij) in le 6 tujih upravljavcev – to so podružnice tujih bank. Med 263-timi slovenskimi vzajemnimi skladi je največ (52) SGAM slovenskih vzajemnih skladov. Med 263-timi slovenskimi vzajemnimi skladi je najmanj (štirje) Primorskih slovenskih vzajemnih skladov.

Tabela 3: Delitev slovenskih vzajemnih skladov glede na upravljavce

UPRAVLJAVCI	Število skladov
Abančni skladi	10
Ilirika DZU	10
Infond	8
KD Investments	14
Krekova družba	5
Medvešek Pušnik	11
NFD	8
NLB	13
Perspektiva DZU	5
Primorski skladi	4
Probanka DZU	5
Publikum PDU	8
Triglav DZU	10
Hypo	5
Pioneer	33
Raiffeisen	21
Sanpaolo IF	31
SGAM	52
VB Invest	10
Skupaj	263

Vir: Vzajemni sklad, Vzajemci.com, 2008

1.4 Donosnost vzajemnih skladov

Pri donosnosti vzajemnih skladov ločimo dva pojma, to sta pričakovana in dejanska donosnost sredstev. Pričakovana donosnost je le želja vlagateljev po donosnosti, za katero se odpovedujejo trenutni potrošnji. Dejanska donosnost je nekaj drugega, saj nanjo vplivajo tudi finančni dejavniki in dejavniki na svetovnih trgih. Pri odločitvah o vlaganjih v vzajemne sklade je nujno potrebno upoštevati tudi prejšnje donose, kajti prihodnost ni odvisna le od preteklih dogajanj na trgih. Ponudniki ne morejo jamčiti za donosnost vzajemnih skladov. Lahko govorimo o "povprečni pričakovani letni donosnosti, ki naj bi jo vzajemni sklad prinesel na dolgi rok". V vsakem trenutku se lahko preverja ustreznost in uspešnost sestave portfelja. To daje upravljavcem vzajemnih skladov povratne informacije o procesu vlaganja in s tem se vzpostavljajo kontrolni mehanizmi za izboljšanje učinkovitosti upravljanja.

Če želimo ugotoviti donosnost slovenskih vzajemnih skladov, potem je potrebno upoštevati še datum začetka poslovanja vzajemnega sklada. Na povečano vlaganje v slovenske vzajemne sklade vpliva višja donosnost le-teh. S tem pa se povečajo tudi njihova sredstva (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 136).

Povprečno pričakovana teoretična, realna in letna donosnost vzajemnih skladov je na dolgi rok približno naslednja (NLB: pogosta vprašanja in odgovori, 2008):

- splošni delniški vzajemni skladi: 6-8-odstotna,
- splošni obvezniški vzajemni skladi: 2-3-odstotna,
- splošni kombinirani vzajemni skladi: 4-5-odstotna.

Vzajemni skladi so v primerjavi z bančnimi vlogami bolj tvegani, zato tudi prinašajo višjo pričakovano donosnost. V vsakem primeru je tveganje na strani vlagateljev, saj ustvarjajo v času varčevanja v primerjavi z zeleno pričakovano donosnostjo nižjo ali višjo donosnost. Celotno naložbeno tveganje je na strani vlagateljev. Donosnost posameznega vzajemnega sklada je odvisna od splošne donosnosti naložb na kapitalskih trgih in od splošne donosnosti posameznih naložbenih skupin (delnice in tako naprej). Prihodnja donosnost vzajemnih skladov je odvisna od dogodkov, ki se bodo zgodili v prihodnosti in nam danes še niso poznani. Dogodke in dejavnike lahko le predvidevamo. Vlagatelji sredstev v vzajemnih skladih se odločajo na osnovi svojih lastnih dobičkov in tveganj vzajemnih skladov in ne na osnovi preteklih ali pričakovanih donosnosti vzajemnih skladov (NLB: pogosta vprašanja in odgovori, 2008).

Donosnost vzajemnih skladov sestavljajo naslednji elementi (Fredman & Wiles, 1993, str. 37):

- čisti investicijski dobiček;
- čisti ustvarjeni kapitalski dobiček;
- čista sprememba vrednosti enote premoženja.

Formula za izračun nominalne letne donosnosti vzajemnih skladov je:

$$r_{nom,t} = \left(\frac{VEP_t}{VEP_{(t-1)}} - 1 \right) * 100, \quad (2)$$

pri čemer velja:

$r_{nom,t}$ – donosnost sklada v letu t (nominalna);

VEP_t – vrednost enote premoženja vzajemnega sklada konec leta t oziroma vrednost enote premoženja ali vrednost točke; izračuna se kot količnik med čisto vrednostjo sredstev sklada in številom točk sklada v obtoku (slovenska zakonodaja: vrednost sredstev na tekoči dan in število točk na prejšnji obračunski dan);

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

Pričakovana donosnost vzajemnih skladov je odvisna od naložbene politike in razmer na trgu vrednostnih papirjev. Delniški vzajemni skladi upoštevajo dogajanja na delniških trgih, zato jih lahko primerjamo z delniškimi indeksi. Njihova pričakovana donosnost je odvisna ravno od prej navedenega. Na donosnost obvezniških vzajemnih skladov vplivata gibanje na trgu dolžniških vrednostnih papirjev in splošna raven obrestnih mer. Tako ni zagotovila, da bo vlagatelj v celoti dobil povrnjena vsa sredstva, ki jih je na začetku vložil v investicijske kupone. Donosnost slovenskih vzajemnih skladov v prihodnosti je zelo težko predvideti. Prihodnji donosi vzajemnih skladov so odvisni od različnih dejavnikov. Približna donosnost pa je lahko napoved za daljše časovno obdobje.

Dejavniki, ki vplivajo na donosnost slovenskih vzajemnih skladov:

- splošna gospodarska gibanja;
- politika sklada in investicijska strategija;
- varčevalna doba;
- upravljavci in njihovo znanje ter njihove sposobnosti;
- sreča v trenutku izbire slovenskega vzajemnega sklada.

V prihodnosti je možno pričakovati, da se bo povprečna letna donosnost slovenskih vzajemnih skladov gibala med 6 in 8 odstotki letno. Ne smemo pozabiti, da je slovenski trg dokaj specifičen in zato tudi dosega višje donose. Donosnost slovenskih vzajemnih skladov se spreminja. Samo po sebi je namreč znano, da je finančna prihodnost nepredvidljiva (Prihodnost poslovanja vzajemcev v Sloveniji, donosnost skladov v prihodnosti, 2008).

Nekateri ljudje svojih prihrankov ne bi naložili nikamor drugam, kot samo na hranilno knjižico v banko. Na drugi strani imamo ljudi, ki zapravijo čisto vse svoje prihranke v igralnicah. Vmes pa so ljudje, ki so nagnjeni k večjim tveganjem, če je le pričakovana donosnost večja. Slovenski vzajemni skladi se razlikujejo po naložbeni strukturi, tako lahko opazimo glavno vlogo v razmerju med delnicami in obveznicami. Delnice so dolgoročno najdonosnejše naložbe, medtem ko so obveznice varne tudi v kratkoročnem obdobju, so pa manj donosne naložbe. Slovenski vlagatelji izbirajo med različnimi slovenskimi vzajemnimi skladi.

Sama izbira je odvisna od vlagateljevih ciljev in od zmožnosti spremljanja nihanja vlagateljevega premoženja (Naložbene strukture, 2008). Uspešnost vzajemnih skladov ali njihova donosnost sta odvisni predvsem od naložbene politike in naložbene strukture vzajemnega sklada. Upravljalci uporabljajo ustrezna merila uspešnosti in izvajajo primerjave z različnimi tržnimi indeksi in/ ali portfelji drugih vzajemnih skladov (Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 22).

1.5 Prednosti vlaganja v vzajemne sklade

Vsako vlaganje v vzajemne sklade prinaša določene prednosti, in sicer tako za vlagatelje kot za poslovanje samih vzajemnih skladov.

Prednosti naložb v vzajemne sklade so v tem, da je za začetno vlaganje dovolj relativno malo denarja, znanja in prizadevanja. Dolgoročno varčevanje v vzajemnih skladih daje vzajemnim skladom lastnosti najbolj rastočega in dobičkonosnega segmenta med vsemi drugimi oblikami naložb. Na ceno delnic vpliva dobičkonosnost podjetij. Večja dobičkonosnost je znak za dobro okolje in pripravljenost vlagateljev, da si upajo vse bolj tvegati. Geopolitični in zunanji dejavniki so dejavniki, ki vplivajo na odločitve vlagateljev. Čim bolj je gospodarsko okolje nestabilno, z mnogimi šoki, večja je naklonjenost vlagateljev varnejšim podjetjem. Velja tudi obratno (Izberite pravo naložbo, 2008).

V Tabeli 4 na strani 21 je prikazana primerjava med vlaganjem po metodi povprečnega stroška in enkratnega vložka. Metoda povprečnega stroška (angl. *dollar cost averaging*) je znana kot metoda, s katero v določenih časovnih obdobjih vlagamo enake zneske denarja v vzajemne sklade (Rowland, 1996, str. 58).

Ko je cena točke nizka, kupimo več točk vzajemnega sklada. Manj kupimo takrat, ko je cena točke visoka. Na ta način se zagotovi uspešnost na dolgi rok. Metoda povprečnega stroška pogosto prinese ugodnejši donos, kot če bi vlagali celoten znesek denarja naenkrat. Metoda povprečnega stroška je metoda, s katero si pomagamo pri razrešitvi vprašanja, v katerem trenutku je najbolje naložiti denar v vzajemni sklad.

Zelo težko je napovedati, kdaj je najugodnejši trenutek za nakup vrednostnega papirja, zato si nekateri pomagajo z metodo, pri kateri ni potrebno skrbeti, v katerem trenutku naj se vlagalo. Dobrodošla je tako imenovana metoda povprečnega stroška, ki je še posebej primerna za vlaganje v vzajemne sklade takrat, ko je gibanje vrednosti točke veliko. 127 točk sklada dobimo tako, da seštejemo v koloni z naslovom *Investitor A* vse številke točk sklada po mesecih.

Ta način vlaganja je primeren za vzajemne sklade, pri katerih je veliko gibanje vrednosti točke. Vlagatelj A je vložil po metodi povprečnega stroška 500,000 Evrov. Kupil je 127 točk sklada. Vlagatelj B je vložil v začetku leta znesek denarja z enkratnim vložkom. Kupil je 120 točk sklada. Vidimo, da je vlagatelj B v primerjavi z vlagateljem A v povprečju kupil enote sklada po višji ceni.

Tabela 4: Metoda povprečnega stroška (v Evrih)

Mesec	Investitor A				Investitor B			
	Investirani znesek	Vrednost točke	Št. točk sklada	Vrednost premoženja	Investirani znesek	Vrednost točke	Št. točk sklada	Vrednost premoženja
Januar	41,666	4,166	10,00	41,666	500,000	4,166	120	500,000
Februar	41,666	3,750	11,11	79,166		3,750	120	450,000
Marec	41,666	3,333	12,50	112,033		3,333	120	400,000
April	41,666	5,000	8,33	209,700		5,000	120	600,000
Maj	41,666	3,753	11,11	198,937		3,753	120	450,000
Junij	41,666	3,333	12,50	218,500		3,333	120	400,000
Julij	41,666	3,333	12,50	260,166		3,333	120	400,000
Avgust	41,666	4,583	9,09	399,391		4,583	120	550,000
September	41,666	3,333	12,50	332,133		3,333	120	400,000
Oktober	41,666	4,166	10,00	456,833		4,166	120	500,000
November	41,666	4,583	9,09	544,179		4,583	120	550,000
December	41,666	5,000	8,33	635,300		5,000	120	600,000

Vir: *Investor's Business daily*, 1996, str. 155.

Neposredne finančne ustanove, torej vzajemni skladi in investicijske družbe, imajo vrsto prednosti z vidika (Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 5):

- realnih vlagateljev:

- a) velikost prihrankov, saj imajo finančni vložki veliko sposobnost ponudbe ogromne vsote finančnih prihrankov naenkrat; to je tako imenovano preoblikovanje;
- b) preoblikovanje ročnosti prihrankov; kot sposobnost finančnih ustanov za preoblikovanje kratkoročnih virov sredstev v dolgoročne vire sredstev;

- varčevalcev:

- a) velika kakovost naložbenih prihrankov; finančne ustanove so podkovane z znanji in z informacijskim sistemom, s katerim dosegajo ustrežnejši izbor vlagateljev, razpršitev tveganja na večje število vlagateljev, sposobnost analiziranja, spremljanje naložb, pričakovanih donosov, sposobnost dodatnih analiziranja, učinkovitejši prenos prihrankov in še bi lahko naštevali;
- b) velika likvidnost; najpomembneje je, da se povezuje z ročnostjo prihrankov in s prenosom naložb na nekoga drugega pred zapadlostjo z nižjimi stroški v primerjavi z neposrednim prenosom;

- narodnega gospodarstva:

- a) dodatne zaposlitve pri vlaganjih; učinkovit prenos prihrankov, velik obseg prihrankov in realnih vlaganj;
- b) višja gospodarska rast; vse prej navedeno pozitivno vpliva na gospodarsko rast.

Vlagatelji stalno razpolagajo s svojimi denarnimi sredstvi in imajo tudi nepreklicno trajen pregled v stanje svojega premoženja. Vzajemni skladi so priporočljiva oblika vlaganja takrat, ko vlagatelji ne potrebujejo denarnih sredstev več let vnaprej. V tem se vidijo tudi prednosti vlaganja v slovenske vzajemne sklade. Vlagatelji se lahko odločijo za dobre investicije s pomočjo profesionalnih strokovnjakov, ki so zaposleni v vzajemnih skladih.

Prednosti vlaganja v slovenske vzajemne sklade z vidika vlagateljev so:

- dostopnost;
- razpršitev premoženja;
- varnost pred izgubo;
- večja likvidnost;
- prilagodljivost;
- sam nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov;
- strokovno upravljanje;
- udobnost in
- predvsem zmanjšanje tveganja.

Dostopnost: Vsem pravnim in fizičnim osebam je dostopno varčevanje v vzajemnih skladih. Nakup ene točke, povezane z vstopno provizijo, je najmanjše možno vplačilo v vzajemnih skladih. Ne glede na višino vplačanega zneska morajo biti vsi vlagatelji med seboj enakopravni. Obstajajo tudi varčevalni načrti za doseg nižjih vstopnih stroškov in z manjšimi vplačili v daljšem časovnem obdobju (Prednosti varčevanja v vzajemnem skladu, 2008).

Razpršitev premoženja: Razpršitev ali diverzifikacija finančnega premoženja ima ogromen pomen za zmanjšanje investicijskega tveganja, kar je tudi cilj vzajemnih skladov. Razpršitev naložb je časovno omejena. Dogaja se, da vlagatelji ali nimajo časa ali pa so stroški za razpršitev previsoki. Vzajemni skladi razpršujejo naložbe v različne skupine in posamezne vrednostne papirje (Bogle, 1994, str. 50). Ob razpršitvi premoženja na več različnih naložb se zmanjšuje naložbeno tveganje. To tveganje je manjše ob enaki pričakovani donosnosti. Na osnovi naložbene politike se dosegajo relativno visoki donosi. Kljub temu pa so stroški nižji od stroškov, ki bi jih posameznik imel, če bi sam upravljal svoje premoženje.

Varnost pred izgubo: Zelo malo primerov izgub je zaradi stečajev, škandalov in finančnih prevar, med katerimi bi bili upravljalci vzajemnih skladov. Če področje poslovanja vzajemnih skladov temelji na varnosti poslovanja, potem je to dobro za zaščito vlagateljev.

Velika likvidnost: Varčevanje v vzajemnih skladih je dolgoročna naložba, zato je pomembno, da lahko pridejo vlagatelji vsak trenutek do svojega denarja. Pri dvigu denarja ni nobenih stroškov. To je možno le pri skladih, ki obračunavajo izstopno provizijo (Javoršek, 2002, str. 25). Vzajemni skladi so odprti vzajemni skladi, kar pomeni z drugimi besedami, da je iz vzajemnih skladov možno kadarkoli izstopiti ali pa je možno vanje kadarkoli vstopiti. Sredstva, vložena v vzajemni sklad, niso vezana. To pomeni, da se izplačilo lahko kadarkoli izplača v obliki vloženi sredstev (samo del sredstev ali vsa sredstva).

Prilagodljivost: Fizične in tudi pravne osebe imajo pravico vlagati v vzajemne sklade. Vlagatelji vplačujejo svoje zneske takrat, kadar seveda želijo. Višina vplačila je odvisna od njih samih in se lahko tudi spreminja (Javoršek, 2002, str. 26).

Nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov: V Sloveniji je področje vzajemnih skladov urejeno z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) izvaja nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov in tudi družb za upravljanje. Letne revizije vzajemnih skladov so obvezne s strani neodvisnih revizijskih družb. Vzajemni skladi imajo svoje premoženje popolnoma ločeno od premoženja družb za upravljanje (DZU). Če pride do nepravilnosti pri upravljanju sklada, se lahko zgodi, da se družbi vzajemni sklad odvzame in ga lahko prenese na novega upravljalca. Lahko pa se izkupiček seveda razdeli med vlagatelje (Prednosti varčevanja v vzajemnem skladu, 2008).

Strokovno upravljanje: K strokovnemu upravljanju sodita izbira naložb in gospodarjenje s premoženjem vzajemnih skladov. Izbira in gospodarjenje s premoženjem sta odvisna od investicijskih ciljev in politike vzajemnih skladov. Samo strokovno vodenje in upravljanje zahteva veliko znanja, časa, sredstev in izkušenj. Tukaj se kaže prednost vlaganja v

vzajemne sklade, saj teh prej navedenih lastnosti posamezni vlagatelji nimajo (Bogle, 1994, str. 50). Finančni in izobraženi kadri skrbijo za pravilno odločitev o tem, ali je pametno prodati ali kupiti vrednostne papirje. Prednost je tudi ta, da vlagateljem ni potrebno ažurno spremljati podatkov in dogajanja na borzi. To opravljajo namesto vlagateljev prav strokovnjaki za to področje. S tem vlagatelji prihranijo tako čas kot denar, saj za to skrbijo upravljavci premoženja in to posebej za vsakega vlagatelja.

Vlagateljem ni potrebno podrobno spremljati trga, zbirati informacije, delati analize, ker za to skrbijo profesionalni strokovnjaki, ki imajo za to potrebno znanje (Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 18).

Udobnost: Udobnost vlagateljev se kaže v enostavnem postopku nakupa in prodaje delnic, avtomatičnega reinvestiranja dividend⁹ in kapitalskih dobičkov, ki so razdeljeni, in pri pripravah poročil davčnim službam (Bogle, 1994, str. 50). Vlagatelji se lahko sami odločajo, s koliko sredstvi, kdaj in kako bodo varčevali. Brez dvoma lahko varčujejo po obročnem postopku, z enkratnim ali z občasnim vplačilom denarnih sredstev. K vzajemnim skladom se pristopa na enostaven način. Vlagatelji izpolnijo pristopno izjavo in nakažejo denarna sredstva. Vsako gibanje vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada se dnevno pregleda in spremlja v časopisih in na internetnih straneh.

Zmanjšanje tveganja: Velika prednost pri vlaganju prihrankov v vzajemne sklade je zmanjšanje tveganja, ki je v neposredni povezavi z razpršitvijo naložb. Varnost naložbe vlagateljev je večja, čim večja je razpršenost v različne vrednostne papirje. Z relativno majhnim vložkom kapitala dosežemo z vzajemnimi skladi enakopravno udeležbo na finančnih trgih.

1.6 Slabosti vlaganja v vzajemne sklade

Slabosti, s katerimi se srečujemo pri vlaganju v slovenske vzajemne sklade, so naslednje:

- stroški trgovanja,
- davki,

⁹ »Dividenda je del dobička delniške družbe, ki se izplača delničarjem. Višino dividend enkrat na leto določi skupščina delničarjev na predlog uprave in nadzornega sveta. Možno pa je tudi izplačilo dividend za nazaj. Izplačilo dividend je možno v denarju ali v obliki dodelitve novih delnic podjetja« (Slovar, vzajemci.com, 2008).

- pestra izbira vzajemnih skladov,
- nadzor nad kapitalskimi dobički.

Stroški trgovanja: Vstopni stroški so stroški, ki bremenijo vlagatelje že ob vstopu v sklad. To pri marsikaterih vlagateljih vzbuja nezaupanje, zato dostikrat svoja finančna sredstva raje vložijo v vzajemne sklade, ki jim stroškov ne zaračunavajo, pa čeprav jim pozneje ne nudijo višjih donosov (Javoršek, 2002, str. 26). Visoki stroški trgovanja lahko vplivajo na to, da upravljavci vzajemnega sklada ne dosežejo ustreznega donosa. Vzajemni skladi lahko zaradi svoje velikosti dosežajo nižje stroške trgovanja kot individualni vlagatelji. Vzajemne sklade bremenijo stroški, po njihovem odbitku pa so vlagatelji deležni celotnega preostalega dobička. Minimalno vplačilo v vzajemne sklade je vrednost enote premoženja ali VEP in to premoženje je povečano za vstopne stroške. Če vlagatelj zamudi vplačilo zneska, se mu ne povrnejo obračunani stroški.

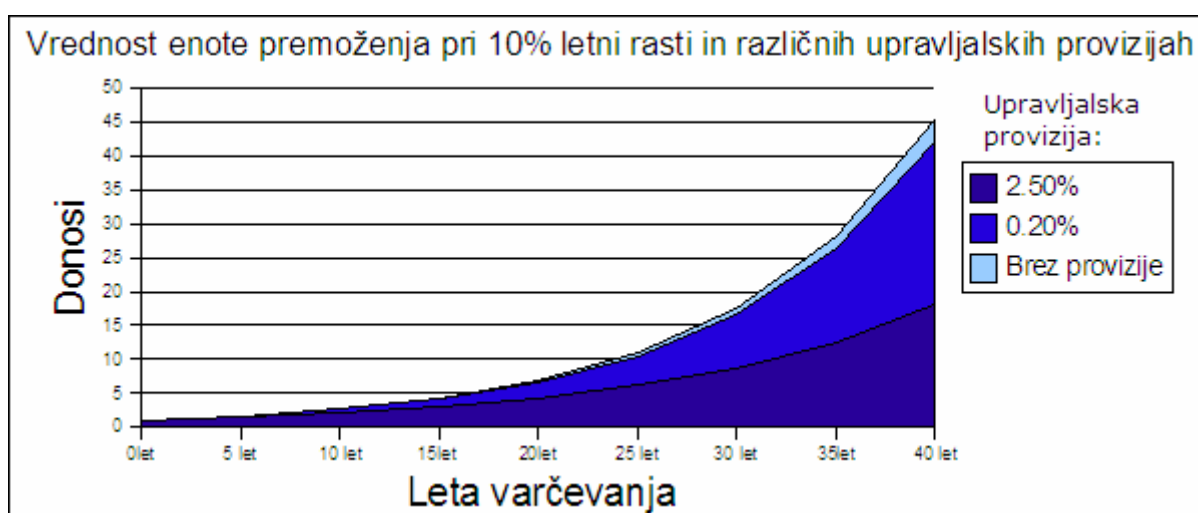
Priporočljivo je, da bi se naj vlagatelji izogibali vzajemnim skladom, ki povzročajo in obračunavajo nadpovprečno visoke stroške oziroma provizije. Vzajemni skladi imajo tri glavne vrste stroškov. To so vstopni, izstopni in upravljavski stroški. Izstopni oziroma vstopni stroški so neposredni stroški medtem ko so upravljavski stroški posredni in jih vlagatelj praktično sploh ne vidi (Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 19, 21).

Na višino stroškov vpliva naložbena strategija. Upravljavec to strategijo zasleduje. Na stroške vpliva tudi odnos upravljavca do učinkovitosti finančnih trgov. Za izbiro pasivnega razporejanja naložb sklada odloča upravljavec. Če se odloči za tovrstno izbiro, potem izbere tudi ustrezne naložbe in jih tudi v premoženju obdrži dalj časa. Lahko se odloči za aktivno naložbeno politiko. To pa spet poveča stroškovno obremenitev. Celotni stroški so izraženi v odstotku od čiste vrednosti sredstev. Celotni stroški skladov za odstotno točko presegajo globalno povprečje. To upravičujejo nižje povprečne vstopne in izstopne provizije. Učinki so vidni z vsakoletnimi nastalimi celotnimi stroški. Na celotne stroške vplivata stopnja obrata naložb in upravljavska provizija (Berk, 2005, str. 26).

Kako visoki so stroški vzajemnega sklada? Za vlagatelje je najbolje, da se izogibajo vzajemnim skladom, ki prinašajo visoke stroške oziroma provizije. Zelo pomembni so ponavljajoči se stroški, če upoštevamo vlaganje na dolgi rok. To nam zelo dobro povedo nakupne točke vzajemnega sklada. Manjši del izgube pri donosu predstavljata vstopna in izstopna provizija. Dolgoročno je upravljavska provizija tista, ki nam vzame največ denarja.

Vlagatelji imajo možnost vlagati denar tja, kamor želijo, žal pa nimajo možnost vplivati na upravljavsko provizijo vzajemnega sklada. Prednost vzajemnega sklada je ravno pri višini provizij, zato je pomembno, da se izbere tisti vzajemni sklad, s katerim se zaradi provizij v primerjavi s konkurenco izgubi manj. Na Sliki 1 vidimo, da ima po 20-tih letih vzajemni sklad z 2,5-odstotno upravljavsko provizijo manjši donos od vzajemnega sklada z 0,2-odstotno letno upravljavsko provizijo (če upoštevamo predpostavko, da je bil donos enak pri obeh skladih in da ni bilo upravljavskih provizij). Na letnem nivoju je donos z 2,50-odstotno upravljavsko provizijo manjši (Slika 2 na strani 26). Če vlagatelji tak strošek minimizirajo, pridobijo zelo veliko (Kako maksimirati donos, 2008).

Slika 2: Primer enote premoženja



Vir: Kako maksimirati donos, 2008.

Davki: Vlagatelji so oproščeni davka, če vložijo svoja denarna sredstva v svoj vzajemni sklad najmanj za 3 leta. Kot vemo, pa lahko ljudje potrebujejo svoj denar prej, zato izberejo druge načine varčevanja in se s tem izognejo plačilu davka. Večkrat pa se zgodi, da je donos po plačilu davka v primerjavi z neobdavčenimi vrstami varčevanja višji (Javoršek, 2002, str. 26). Domača slovenska zakonodaja vpliva na obdavčitev trgovanja z vrednostnimi papirji. To določa Zakon o dohodnini in Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb, kar velja za celotno področje poslovanja s trgi vrednostnih papirjev. Stopnja davka posameznega vlagatelja je odvisna od razreda, v katerega pade posamezni davčni zavezanec, in to z vsemi obdavčljivimi dohodki.

Pestra izbira vzajemnih skladov: Vlagatelji se lahko med številnimi vzajemnimi skladi odločijo za tisti vzajemni sklad, ki ustreza njihovi nenaklonjenosti tveganju in dolgoročni

pričakovani donosnosti¹⁰ izbranega vzajemnega sklada. Upravljalci spremljajo aktivno naložbeno politiko in sestavo naložb večkrat prilagajajo glede na izbor vzajemnega sklada. To pomeni, da je mogoče s skrbno analizo izbrati podcenjena podjetja in naložbe v manjše delniške družbe (angl. *small cap*) in s tem doseči visoko rast (angl. *high growth*) (Berk, 2005, str. 26).

Pestra izbira vzajemnih skladov v Sloveniji prinaša tudi nevhvaležno odločitev pri izbiri, kateri vzajemni sklad izbrati. Različna naložbena politika skladov in njihova pestra izbira prinašata optimalno kombinacijo na področju varnosti individualnih naložb. S tem se zagotovi tudi optimalna kombinacija donosnosti individualnih naložb v vzajemne sklade. Pestra izbira vzajemnih skladov omogoča tudi prilagoditev različnim individualnim tveganjem. Izbere se tako tveganje, ki si ga posamezni vlagatelj želi. Z izbiro več različnih vzajemnih skladov se zagotovi razpršenost naložb posameznih vlagateljev, s tem pa se doseže višja varnost premoženja.

Pestra in prožna izbira vzajemnih skladov omogoča izbiro vzajemnega sklada, ki je dostopen vsem, ki želijo varčevati na tak način. Pametna izbira naložb in pametna predhodna izbira vzajemnega sklada prinašata nadpovprečne donose.

Nadzor nad kapitalskimi dobički: Vlagatelji izgubljajo nadzor nad svojimi kapitalskimi dobički. Drugače je z neposrednimi vlaganji, pri katerih se natančno odločijo, kdaj bodo ali pa ne bodo dosegli kapitalskih dobičkov in izgub. Pri tem upoštevajo tudi davčni vidik. Večina vzajemnih skladov ne daje velikega pomena obdavčitvam vlagateljev (Bogle, 1994, str. 55). Posamezni vlagatelj žal ne more sodelovati in nadzorovati upravljanje sklada. Neposredna naložba ne izgublja nadzora nad kapitalskimi dobički, medtem ko vzajemni skladi z lahkoto izgubijo nadzor nad kapitalskimi dobički posameznih vlagateljev. Vsi vzajemni skladi so pod močno kontrolo ustreznih ustanov, katerih naloga je, da nadzirajo njihovo delovanje.

2 TVEGANJA PRI NALOŽBAH V VZAJEMNE SKLADE

Tveganje je nezmožnost napovedati prihodnji tok dogodkov. To je verjetnost, da bo dejanska donosnost naložb odstopala od pričakovane donosnosti naložb. Večina ljudi je pripravljena tvegati le, če je pričakovana korist nadomestilo za tveganje. Kadar izbiramo naložbe, skušamo oceniti njihovo pričakovano donosnost in tveganje. Donosnost naložb je pojem razmerja med donosom in ceno. Tveganje posamezne naložbe, ki je sestavljeno iz več naložb, je nižje kot tveganje premoženja, ki je sestavljeno iz posamezne naložbe. Donosnost posamezne naložbe je opredeljena s tveganjem, kar pa seveda prispeva k

¹⁰ »Donosnost je v odstotkih izražen donos na vložena sredstva« (Slovar, vzajemci.com, 2008).

tveganju celotnega premoženja (Kuhelj Krajnović, Košak & Groznik, 2004, str. 57). Večina ljudi ima predstavo, da je tveganje verjetnost neugodnega razvoja dogodkov. Dejansko je tveganje verjetnost, da se napoved ne bo uresničila (Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, 2007, str. 25).

Tehtana sredina rezultatov je pričakovana vrednost. Pričakovano vrednost rezultata določene odločitve izračunamo tako, da verjetnost nastanka i-tega možnega rezultata pomnožimo z vrednostjo i-tega možnega rezultata. Uteži, ki tehtajo možne rezultate, so verjetnosti pojavljanja. Tveganje je odvisno od pričakovane vrednosti. Pri merjenju tveganja si lahko pomagamo z varianco oziroma s standardnim odklonom ali s koeficientom variacije.

Varianco oziroma standardni odklon izračunamo tako, da vrednost i-tega možnega rezultata odštejemo od pričakovane vrednosti rezultata določene odločitve in to razliko pomnožimo z verjetnostjo nastanka i-tega možnega rezultata ter na koncu rezultat damo pod koren, pri tem pa upoštevamo, da je i-ti možen rezultat od 1 pa vse tja do n. Koeficient variacije pa je rezultat deljenja variacije s pričakovano vrednostjo rezultata določene odločitve. To je izračun za natančen dokaz, da posameznik pri odločitvah med razpoložljivimi možnostmi izbira ne le med primerjavami pričakovanih vrednosti rezultata določene odločitve, ampak tudi med razlogi odnosa do tveganja (Došenovič Bonča, 2006, str. 2-3).

V vsakem primeru je potrebno preveriti koristnost odločitvene alternative. Kljub čedalje večji in pestrejši ponudbi vzajemnih skladov doma in po svetu se marsikateri vlagatelj težko odloči, kam naj vloži svoj denar.

Ob dejstvu, da ima tveganje svojo ceno, se zastavlja vprašanje, kako meriti obseg in ceno tveganja, da bi opredelili pribitek na stopnjo donosa, ki bi ga vlagatelji pričakovali ali celo zahtevali v razmerah gotovosti. Problem, ki se pojavlja v razmerah negotovosti, je tudi različnost med tveganjem premoženja (sestavljeno je iz več tveganih vrednostnih papirjev) in tveganjem posameznega vrednostnega papirja. Intuitivno gledano je naložba vsega premoženja v en sam tvegan vrednostni papir bolj tvegana kot naložba vsega premoženja v različno tvegane vrednostne papirje (Mramor, 2002, str. 50).

Tveganja pri naložbah v vzajemne sklade lahko opredelimo z vidika:

- vlagateljev,
- vzajemnih skladov.

Ni znano, ali se bodo sprejeta pričakovanja uresničila. Temu lahko rečemo nezmožnost nadzorovanja rezultatov prihodnjega toka dogodkov. Vseeno pa lahko rečemo, da ljudje ljubijo tveganja (polne igralnice).

V vsakdanjem življenju so ljudje bolj previdni in zmanjšujejo svojo negotovost v zvezi s prihodnostjo. Hočejo imeti čim bolj zanesljivo prihodnost, tveganju so nenaklonjeni. Če je pričakovana korist dovolj velika, potem so ljudje pripravljeni zavreči del svoje običajne nenaklonjenosti tveganju. Danes mnogi Slovenci razumemo tveganje kot nekaj nevarnega, kot nevarnost izgube. To je razpršenost naložbe z odkloni od pričakovane donosnosti. Vendar pa je prvotna latinska beseda »risicum« pomenila poleg nekaj slabega tudi možnost dobrega (Levy & Sarnat, 1982, str. 214).

Tveganje merimo s standardnim odklonom (σ) ali z varianco (σ^2).

V razmerah gotovosti velja, da je donosnost vrednostnega papirja netvegana oziroma enaka pričakovani vrednosti:

$$r_f = \frac{P_1 - P_0}{P_0}, \quad (3)$$

pri čemer so r_f , P_0 in P_1 gotovi dogodki.

V razmerah negotovosti so razmere nasprotno. Velja namreč, da je gotova samo vrednost P_0 , P_1 in r sta negotovi vrednosti in slučajni spremenljivki, katerih vrednost ocenjujemo (Mramor, 2002, str. 51).

Zgoraj zapisano enačbo lahko zapišemo tudi v naslednji obliki:

$$E(\tilde{r}) = \frac{E(\tilde{P}_1) - P_0}{P_0}, \quad (4)$$

ki pove, kolikšna je pričakovana donosnost vrednostnega papirja. Ne pove pa nam, kolikšno je tveganje, če ne bo take pričakovane donosnosti. Tveganje določa variabilnost vrednosti P_1 . Verjetnost, da bo vrednost P_1 odstopala od pričakovane vrednosti, je tem večja, čim večja je variabilnost (Mramor, 2002, str. 52).

Standardni odklon donosnosti vrednostnega papirja predstavlja kvadratni koren variance (σ_r):

$$VAR(\tilde{r}) = E[(r_i - E(\tilde{r}))^2], \quad (5)$$

pri čemer velja, da čim večja je varianca ali standardni odklon, tem bolj je tudi tvegan vrednostni papir. S tem je tvegano tudi celotno premoženje finančnega vlagatelja (Mramor, 2002, str. 53).

Če naloži finančni vlagatelj svoje premoženje v dva vrednostna papirja (v določenih deležih), pri tem pa del svojega premoženja naloži v tvegan vrednostni papir in preostali del v netvegan vrednostni papir, dobimo pričakovano donosnost z naslednjo linearno enačbo:

$$E(\tilde{r}_i) = \tilde{r}_f + \left(\frac{E(\tilde{r}_1) - \tilde{r}_f}{\sigma(\tilde{r}_1)} \right) \cdot \sigma(\tilde{r}), \quad (6)$$

pri čemer imamo linearno enačbo in možnost izbire takega deleža tveganega vrednostnega papirja, da bo kombinacija tveganosti in donosnosti prinesla največjo koristnost (Mramor, 2002, str. 62).

V razmerah negotovosti obstaja tudi enačba za vrednotenje posameznih vrednostnih papirjev (Mramor, 2002, str. 72):

$$E(\tilde{r}) = r_f + [E(\tilde{r}_m) - r_f] \cdot \frac{COV(\tilde{r}_i, \tilde{r}_m)}{VAR(\tilde{r}_m)}, \quad (7)$$

ki nam pove, da je na trgu kapitala pričakovana donosnost posameznega tveganega vrednostnega papirja enaka donosnosti netveganega vrednostnega papirja.

Donosnosti sta povečani za premijo za tveganje, kar je odvisno od (Mramor, 2002, str. 73):

- absolutne »cene« tveganja, ki je enaka razliki med pričakovano donosnostjo racionalne kombinacije deležev tveganih vrednostnih papirjev in donosnostjo tovrstnih netveganih vrednostnih papirjev ($E(\tilde{r}_m) - r_f$);
- relativnega obsega sistematičnega tveganja posameznih vrednostnih papirjev; tveganje posameznega tveganega vrednostnega papirja prispeva k tveganju celotnega premoženja; ne da se ga odpraviti z razpršitvijo:

$$(\beta = \frac{COV(\tilde{r}_i, \tilde{r}_m)}{VAR(\tilde{r}_m)}), \quad (8)$$

2.1 Tveganje z vidika vlagateljev

Nikoli ne moremo z zanesljivostjo reči, kaj se bo dejansko zgodilo v prihodnosti. Varčevalci se odločajo v razmerah negotovosti in ni znano, ali se bodo pričakovanja uresničila.

Tveganje pri naložbah v vzajemne sklade zmanjšamo s poudarkom na razvrstitvi vlagateljev po odnosu do tveganja in načinih odprave tveganja s pomočjo razpršitve ali diverzifikacije premoženja, kljub vsemu pa je vsako vlaganje v vzajemne sklade tvegano. Vlagatelji se poskušajo modro odločati. Pot do rezultata ni zaletavo odločanje, nujno je upoštevanje pričakovane donosnosti in naložbenega tveganja. Najuspešnejši finančni vlagatelj vseh časov, Warren Buffet pravi: »Ključna kakovost vlagatelja ni razum, temveč temperament.«

V primerjavi s preteklostjo je današnji finančni prostor zelo tvegano, zato so zelo pomembni izobraženi kadri, ki delujejo na teh področjih. Prav tako je pomembno hitro učenje in pridobivanje izkušenj s teh področij. Obstaja verjetnost bolj prizanesljivih predpisov s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP-ja), ki bodo nedvomno v veliko pomoč predvsem akterjem vzajemnih skladov. S tem obstaja možnost bolj tveganih in drznih finančnih oblik varčevanja prihrankov. Navsezadnje pa je od vsakega posameznika odvisno, kam, koliko in kako želi naložiti svoja razpoložljiva denarna sredstva. Tisti posamezniki, ki so pripravljeni več tvegati, bodo dobili tudi večji donos, in nasprotno, tisti, ki so pripravljeni manj tvegati, bodo pričakovali in dobili manjši donos (Tveganja vzajemnih skladov, vzajemci.com, 2008).

Tržna kombinacija deležev tveganih vrednostnih papirjev je kombinacija, ki vključuje vse tvegane vrednostne papirje (nakup in prodajo na trgu kapitala). Vsak finančni vlagatelj bo ravnal najbolj racionalno, ko bo v svoje premoženje vključil vse tvegane vrednostne papirje, vendar pa nujno z enakim deležem vsakega posameznega vrednostnega papirja. Tako bo tak delež enak deležu vrednosti posameznega tveganega vrednostnega papirja, če gledamo skupno vrednost vseh tveganih vrednostnih papirjev (nakup in prodajo na trgu kapitala).

Vsi finančni vlagatelji določajo ceno vrednostnih papirjev oziroma njihovo sedanjo vrednost na trgu kapitala. Cena se oblikuje na osnovi nakupov in prodaje tveganih vrednostnih papirjev vseh finančnih vlagateljev. Vsak finančni vlagatelj naloži delež svojega premoženja v netvegane vrednostne papirje, tako da mu kombinacija pričakovane donosnosti in tveganja pomeni in prinese največjo koristnost. Sistematično tveganje je tveganje, ki ga ne moremo odpraviti z razpršitvijo. To je tveganje posameznega vrednostnega papirja, ki pove, koliko doprinese posamezni vrednostni papir k tveganju

celotnega premoženja vlagatelja (Mramor, 2002, str. 68, 70). Tveganje se matematično izrazi kot produkt cene in obsega tveganja posameznega vrednostnega papirja. Dobljen količnik je premija za tveganje vsakega finančnega vlagatelja. Finančni vlagatelji čakajo na višjo donosnost tveganega vrednostnega papirja v primerjavi z netveganim vrednostnim papirjem. To odtehta višino te premije, ki se kaže v višji zahtevani stopnji donosa ali v tako imenovani višji diskontni stopnji (Mramor, 2002, str. 80-81).

Vlagatelje lahko razvrstimo po odnosu do tveganja v tri skupine (Zajc, 2004, str. 1148) in sicer v:

- **ljubitelje tveganja (angl. *risk lovers*):** zanje so značilne bolj tvegane naložbe, ki lahko prinašajo večjo korist; pripravljeni so tvegati velike zneske denarja ne glede na morebitne posledice izgub velikih vsot denarja;
- **tveganju nenaklonjene vlagatelje (angl. *risk averse investors*):** zanje je značilno, da jim manjše tveganje prinaša večjo koristnost; pripravljeni so nositi določeno tveganje le, če so ustrezno nagrajeni; to pomeni, da je zahtevana stopnja donosa ustrezno visoka in posledično cena naložbe ustrezno nizka; to so subjekti, ki se želijo tveganju na vsak način izogniti; imajo padajočo mejno korist dohodka; najraje so zavarovani pred tveganji; ko presežejo kritično točko, pa je zanje ceneje, če se ne zavarujejo;
- **nevtralni vlagatelje (angl. *risk neutral investors*):** zanje je značilno, da pri ocenitvi vlaganj ne upoštevajo tveganja.

Poznamo naslednje profile finančnih vlagateljev (Profili vlagateljev, 2008):

- **Konzervativni vlagatelji;** njihov glavni cilj je ohraniti realne vrednosti glavnice, ne zanima jih povečanje vrednosti glavnice. Njihovo največje zanimanje sta ohranitev stabilnosti donosov in relativno majhno nihanje premoženja. V primerjavi z vezanimi bančnimi depoziti je njihova donosnost rahlo višja (relativna povprečna letna donosnost je 5-6-odstotna, alokacija depozitov je 10-40-odstotna, v obveznicah 60-90-odstotna in v delnicah 0-30-odstotna).
- **Zmerno konzervativni vlagatelji;** taki vlagatelji imajo željo dolgoročno večati svojo glavnico, medtem ko jim je varnost glavnice zelo pomembna. Pri tem so nihanja glavnice majhna, a relativna stabilnost donosov je zelo pomembna.

V primerjavi z državnimi obveznicami tukaj vlagatelji pričakujejo višjo donosnost (pričakovana je 6-7-odstotna letna stopnja donosa, alokacija sredstev, ki se

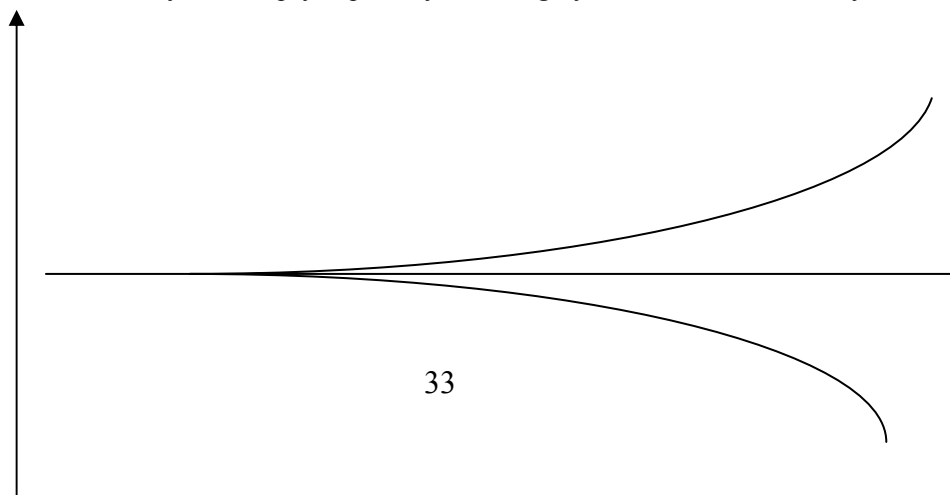
priporoča v depozitih, je 0-10-odstotna, v obveznicah 50-90-odstotna in 20-40-odstotna v delnicah).

- **Uravnoveženi vlagatelji;** taki so vlagatelji, ki so pripravljene kratkoročno sprejemati nihanje vrednosti premoženja in imajo dolgoročni potencial rasti. Taka nihanja vrednosti premoženja so manjša v primerjavi z nihanji celotnega delniškega trga (7-8-odstotna pričakovana povprečna letna donosnost, medtem ko je alokacija sredstev v depozitih 0-5-odstotna, v obveznicah 40-60-odstotna in v delnicah 40-60-odstotna).
- **Zmerno agresivni vlagatelji;** taki vlagatelji pričakujejo na dolgi rok visoko rast svojih sredstev. Ko vlagajo v svoje delnice, so pripravljene na veliko tveganje. Pomembna jim je varna naložba, s katero dosežejo kratkoročna nihanja na trgih delnic.
- **Agresivni vlagatelji;** taki vlagatelji imajo željo po čim višji rasti svojih sredstev, predvsem na dolgi rok. Če pričakujejo višjo pričakovano donosnost, so tveganje kljub vsemu pripravljene sprejeti, a le na račun znatnega nihanja vrednosti premoženja (na kratek rok). Naložbe v nadpovprečne tvegane delnice so zanje prav tako primerne (pričakovana je 10-13-odstotna povprečna letna donosnost sredstev, medtem ko je alokacija sredstev v depozitih, ki se tukaj tudi priporoča, 0-odstotna, v obveznicah 0-10-odstotna in v delnicah 90-100-odstotna).

V povprečju velja, da vlagatelji tveganju niso naklonjeni. Tako kot velja za podjetje, velja tudi za posamezne vlagatelje, da sistem obvladovanja tveganja predvideva, da se vodstvo podjetja ravna po poslovnih ciljih s povezanim tveganjem. Vodstva preverjajo, ali so izbrani poslovni cilji rasti skladni z donosnostjo in ali odtehtajo prevzeto tveganje.

Vsaka od strategij predstavlja in prinaša različno tveganje in potrebno je oceniti razmerje med donosnostjo, rastjo in tveganjem, ki je seveda najbolj optimalno za lastnike podjetja (Berk, Peterlin & Ribarič, 2005, str. 67).

Slika 3: Razmerje med stopnjo izpostavljenosti tveganju in zahtevano donosnostjo



(N)

Zahtevana
donosnost

(A)

Obseg tveganja

Vir: A. Berk., J. Peterlin & P. Ribarič, Obvladovanje tveganja: skrivnosti celovitega pristopa, 2005, str. 41.

Lahko si zamislimo razmerje krivulje koristnosti kot razmerje med stopnjo tveganja, ki mu je izpostavljen posameznik, in stopnjo donosa (Slika 3, stran 33). Tisti posameznik, ki je tveganju zelo nenaklonjen, je tisti, ki za svojo izpostavljenost zahteva relativno veliko premijo za tveganje. To je tako imenovani prirastek donosnosti.

Posameznik, ki je nevtralen do tveganja, je označen z N, medtem ko je posameznik, ki je tako imenovani altruistični posameznik (Slika 3, stran 33) označen z A. Večja izpostavljenost tveganju posamezniku A prinaša večjo koristnost v primerjavi z manjšo izpostavljenostjo. Profil tveganja posameznika označuje in ga določa stopnja konveksnosti oziroma stopnja konkavnosti (Berk et al., 2005, str. 41).

Tveganje vlagateljev je odvisno od gospodarskega in političnega okolja, od izdajateljevega individualnega premoženjskega stanja in od naložbene strukture posameznega vzajemnega sklada.

2.2 Tveganje z vidika vzajemnih skladov

Vsak vzajemni sklad deluje z zakonskimi omejitvami. Ima svojo politiko naložb in svoja pravila upravljanja. Naloga družbe za upravljanje je, da sestavi portfelj naložb, pri katerem bo ob pričakovanem tveganju donosnost največja. Vzajemni skladi znižujejo tveganja z nalaganjem sredstev v dolžniške vrednostne papirje in v vrednostne papirje, ki prinašajo fiksni donos.

Vzajemni skladi se soočajo z naslednjimi tveganji (Tveganja vzajemnih skladov, 2008):

- 1. Likvidnostno tveganje.** Dolžnost vzajemnega sklada je, da po naročilu vlagatelja v nekaj dneh izplača njegove točke premoženja. Kdaj naj bo to, je natančno navedeno v prospektu in pravilih upravljanja posameznega vzajemnega sklada. Lahko se zgodi, da pride do večjih zahtev po izplačilih in s tem do pomanjkanja denarnih sredstev. V tem primeru mora upravljavec odprodati druge naložbe, da dobi denarna sredstva, s katerimi potem poplača vlagatelje.

Ker je čas med oddajo naročila in izplačilom izjemno kratek, vzajemni skladi tukaj tudi veliko tvegajo, kajti obstaja velika verjetnost, da se naložbe prodajo po neugodni ceni. To je likvidnostno tveganje.

- 2. Valutno tveganje.** Valutno tveganje nosi nevarnost sprememb deviznega tečaja od trenutka vlaganja do vrnitve kapitala. Povezano je s spremembo deviznih tečajev, tako drsečih, fiksnih kot tudi prilagodljivih.

Drseči devizni tečaji prinašajo majhne spremembe deviznega tečaja. Fiksna tveganja nastopijo ob vseh pogojih devalvacije in revalvacije valute. Zelo težko je napovedati višino sprememb deviznih tečajev in čas teh sprememb, lažje je napovedati revalvacijo in devalvacijo valut.

Glede na nihanje deviznih tečajev poznamo naslednja valutna tveganja:

- a) ekonomsko tveganje,
- b) transakcijsko tveganje,
- c) pretvorbena tveganje.

- 3. Obrestno tveganje.** Zaradi sprememb obrestnih mer v določenem obdobju prihaja do obrestnih tveganj. To je sprememba donosnosti finančnih naložb. Posledica takih sprememb so višji ali nižji denarni tokovi.

Poznamo tri vrste tovrstnih tveganj:

- a) premoženjska izpostavljenost,
- b) predčasno izplačilo in s tem tveganje,
- c) izpostavljenost denarnih tokov; nikoli ne moremo z zanesljivostjo reči, kaj se bo dejansko zgodilo v prihodnosti; varčevalci se odločajo v razmerah negotovosti.

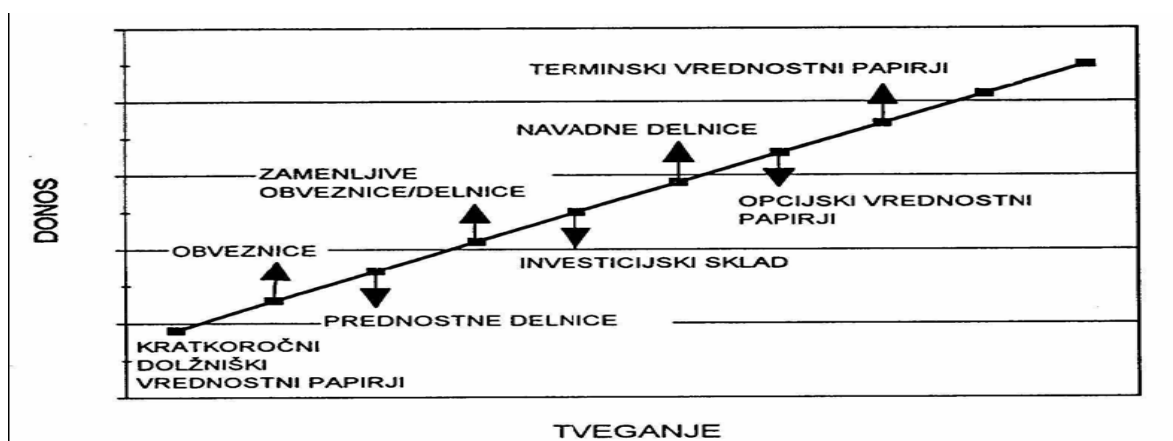
2.3 Povezava med donosnostjo in tveganjem

Naložbeno tveganje je povezano z možnostjo, da bo dejanska donosnost vzajemnih skladov manjša od pričakovane donosnosti pri posameznem vlagatelju. Naložba je tem bolj tvegana, čim večja je verjetnost donosnosti vzajemnih skladov. Možnost dogodka je opredeljena z verjetnostjo dogodka. Verjetnostno porazdelitev dobimo, če zabeležimo vse možne dogodke in vsakemu dogodku pripišemo verjetnost (tisto, ki mu seveda najbolj ustreza). V tem primeru je vsota vseh verjetnosti enaka 1; to je 100 %. Verjetnosti se lahko pripišejo možnim donosnostim naložb. Na primer, če želimo kupiti obveznice, pričakujemo obresti kot ustrezne donose naložb. Izida sta dva. V prvem primeru bo izdajatelj izplačal obresti, v drugem primeru pa jih ne bo, ker jih ni sposoben izplačati.

Vsak posamezni vlagatelj v vzajemnih skladih zahteva tem višjo stopnjo donosa, čim bolj je obveznica tvegana in čim večja je verjetnost, da obresti sploh ne bodo izplačane. Pri delnicah imamo kapitalske prirastke in donose dividend.

Pričakovane stopnje donosa se ugotavljajo tako, da se pomnožijo vrednosti naložbe z vsako možno donosnostjo naložbe in na koncu se zmnožki seštejejo (Duhovnik, 1995, str. 73-74).

Slika 4: Vrednostni papirji glede na tveganje in donosnost



Vir: S. Svilan, *Vrednostni papirji: namen in vrste, oblikovanje in trgovanje ter upravljanje*, 1990, str. 40.

Vse elemente tveganja in donosnosti ni mogoče izraziti z denarnimi donosi. Niti kvantificirati jih ni mogoče. Odločitev o naložbah je sprejeta na podlagi »mehkih« oziroma subjektivnih dejavnikov. K subjektivnim dejavnikom spada osebno zadovoljstvo ob nakupu, estetski užitek in ponos (Kuhelj Krajnović et al., 2004, str. 66).

2.4 Zmanjšanje tveganja naložb v vzajemne sklade

Donosnost posamezne naložbe je pogojena s tveganjem celotnega premoženja. Tveganja pri naložbah ni mogoče odpraviti, ga je pa mogoče zmanjšati. Tveganje naložb lahko zmanjšamo z znanjem, analizami, razpršitvijo naložb in zavarovanjem pri zavarovalnici

(Kuhelj Krajnović et al., 2004, str. 57). Z razpršitvijo finančnih naložb v različne vrednostne papirje se zniža variabilnost donosnosti celotnega premoženja. Tveganje naložbe je odvisno od tega, koliko naložba prispeva k sistematičnemu tveganju oz. k tako imenovanemu tveganju celotnega premoženja (Mramor, 2002, str. 80). Pri razpršitvi finančnih naložb se žal ne odpravi sistematičnega tveganja. Fosback Norman (1994, str. 25) je mnenja, da je denarno povprečje stroškov (kar predstavlja razpršitev tveganja) pri nakupu vrednostnih papirjev četrta oblika samega izračuna povprečja.

Vlagatelji lahko izgubo zmanjšajo razpršitvijo premoženja, na primer z naložbo v vzajemne sklade, kjer z majhnimi vložki dosežejo ustrezno razpršitev premoženja na več različnih naložb.

Primer razpršitve tveganja med podjetjem A in podjetjem B :

- *podjetje A (delnice A)*, pri katerih je pričakovana 13-odstotna stopnja donosa premoženja, standardni odklon 30 % in korelacijski koeficient 0,4;
- *podjetje B (delnice B)*, pri katerih je pričakovana stopnja donosa premoženja 13-odstotna, standardni odklon 30 % in korelacijski koeficient 0,4.

V podjetju A in B so vse spremenljivke enake. Če izračunamo pričakovano donosnost premoženja, vidimo, da znaša 13 %. Pojavi se vprašanje, ali je sploh smiselno kombinirati delnici A in B? Ne nazadnje se pojavi vprašanje, ali je sploh smiselno iz delnic A in B sestaviti premoženje. Potem lahko izračunamo standardni odklon in vidimo, da znaša 25,1 %. Če delnici A in B nista pozitivno korelirani, potem je kombinacija obeh delnic za vlagatelja smotrna odločitev. V tem primeru je smotrna naložba samo v eno od obeh delnic. To pomeni, da je v zgoraj naveden primeru standardni odklon premoženja za skoraj pet odstotnih točk manjši od standardnih odklonov delnic A in B (Berk, Lončarski & Zajc, 2001, str. 62-64).

Da bi odpravili tveganja pri vlaganju v vzajemne sklade, moramo dobro poznati finančne proizvode in njihove lastnosti. Z razpršitvijo denarnih sredstev zmanjšamo tveganja, in to brez časovnih omejitev. Dejstvo je, da sama naložba finančnih sredstev ne prinaša fiksnega donosa, zato je neizbežna tudi stopnja tveganja. Bančni varčevalci se pogosto srečujejo s časovno obvezo. Pri vzajemnih skladih tega ni, časovna obveza je tako rekoč izničena. V vzajemne sklade se prosto, neomejeno in ne glede na čas vstopa in izstopa.

Nihanje tečajev delnic in hkrati valutno tveganje, ki je lahko letno, mesečno ali celo dnevno, prispevata dodatek k spremembam vrednosti premoženja. Z globalno razpršitvijo premoženja odpravljamo navedena tveganja.

Pri naložbah v slovenske vzajemne sklade velja, da se tveganju žal v celoti ne moremo izogniti, lahko le zmanjšamo investicijsko tveganje. Edini način za zmanjšanje tveganja je razpršitev premoženja. Sprejemljivo stopnjo tveganja je možno doseči že z majhnim vložkom denarnih sredstev. Deleži delnic v vzajemnih skladih, tveganje vrednosti premoženja in donosi so v premem sorazmerju. Tako velja, da večje kot je tveganje, da se vrednost premoženja zmanjša, večji je pričakovani donos in večji je tudi delež delnic v slovenskih vzajemnih skladih. Pri obveznicah pa velja, da je vlaganje večjega odstotka obveznic v vzajemne sklade tvegano, kar prispeva v daljšem obdobju k nižjemu donosu.

Da bi vlagatelji zmanjšali tveganje pri naložbah v slovenske vzajemne sklade, velja, da je priporočljivo vlaganje na osnovi dobe vlaganja v vzajemne sklade in na osnovi tega, koliko so pripravljene s takimi naložbami tvegati. Z drugimi besedami, na osnovi tega, kolikšna je stopnja tveganosti in za katero dobo vlaganja se odločijo.

Vlagatelji se vedno odločajo na osnovi nagnjenosti k tveganju. Imajo možnost, da se odločijo, ali bodo vlagali v sklade domačih družb. Tveganje pri vlaganjih v vzajemne sklade odpravimo tako, da se posvetujemo s svetovalcem. Naloga svetovalcev je, da skupaj s stranko pregledajo anketni vprašalnik, ki ga je pripravila Agencija za trg vrednostnih papirjev. Če svetovalce ugotovi, da posamezni sklad ni primeren za vlagatelja, mu seveda nakup točk sklada tudi odsvetuje. Njegova naloga je, da vlagatelju ponudi sklad, ki je zanj najprimernejši. Strokovni svetovalci zmanjšujejo poslovno tveganje in prispevajo k večjemu zadovoljstvu vlagateljev.

3 ANALIZA DONOSNOSTI IN TVEGANOSTI SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV

3.1 Metodologija

Pri analizi donosnosti in tveganosti slovenskih vzajemnih skladov preučujem povezavo med dvema spremenljivkama. Podatki o donosnosti so zbrani s pomočjo tečajnice na dan 27. 12. 2007, in sicer upoštevam dve donosnosti:

- 1-letno,
- 3-letno.

Prvi problem, ki je nastal med mojim zbiranjem podatkov, je, da v tečajnici za nekatere vzajemne sklade nisem dobila podatkov za donosnost izpred 12 in 36 mesecev od datuma 27. 12. 2007, saj ima Ljubljanska borza te vzajemne sklade v svoji tečajnici brez podatkov.

V zvezi s podatki o tveganosti obstajata dva problema:

- različne lestvice,
- podatek ni na voljo.

Prvi problem so različne lestvice. Podatki o tveganosti so bili zbrani na spletnem portalu KD Finančne točke. Nekateri skladi imajo tveganje samo opisno, pri drugih pa so lestvice različne, in sicer od 1 do 5 ali od 1 do 10.

Zaradi potreb analize so bile različne opredelitve prevedene na enotno lestvico. 209-tim slovenskim vzajemnim skladom sem določila tveganje od 1 do 5, kjer pomeni 1 nizko tveganje, 2 nižje tveganje, 3 srednje tveganje, 4 višje tveganje in 5 visoko tveganje. Vsi podatki o donosnostih in tveganju so podani v prilogi.

Drugi problem so manjkajoči podatki. Vzajemne sklade brez podatkov v analizi nisem upoštevala, kot je to tudi razvidno iz moje priloge 1, saj nekateri vzajemni skladi ne poslujejo tako dolgo. Dobila sem podatke za tveganje 209-tih slovenskih vzajemnih skladov. 54 slovenskih vzajemnih skladov nima opredeljenega tveganja oziroma ima oznako, da tveganje ni opredeljeno. Z namenom povečati število veljavnih enot za analizo je mentor za slovenske vzajemne sklade, ki imajo podatke o tveganju, naredil lastno oceno tveganja z lestvico od 1 do 5.

Za analizo povezanosti je bil uporabljen statistični programski paket SPSS:

- regresijska analiza,
- analiza variance.

3.2 Donosnost slovenskih vzajemnih skladov

Tabela 5 na strani 40 ima 10 najdonosnejših in 10 najmanj donosnih slovenskih vzajemnih skladov. Donosnost je numerična spremenljivka. Z vidika merske lestvice je razmernostna,

saj lahko različnost med dvema vrednostma y^A in y^B izrazimo s pomočjo razmerja. Opazovala sem 1-letno in 3-letno donosnost slovenskih vzajemnih skladov.

Za 1-letno donosnost sem vzela leto 2007 in opazovala podatke na dan 27. 12. 2007. Za 3-letno donosnost sem vzela obdobje 27. 12. 2004 do 27. 12. 2007. Dobila sem podatek, da je izmed 246 slovenskih vzajemnih skladov za obdobje 1 leta (leto 2007) razlika med najmanj in najbolj donosnimi slovenskimi vzajemnimi skladi 104,36-odstotna.

V Tabeli 5 na strani 40 lahko vidimo, da sta delniški vzajemni sklad SGAM/Equities China in delniški vzajemni sklad Raiffeisen/Eurasien-Aktien po donosu postala najuspešnejša

izmed vseh vzajemnih skladov v Sloveniji v letih od 2004 do 2007. Vzajemni sklad Raiffeisen/Eurasien-Aktien vlaga svoja sredstva v delnice v svetovnem merilu dobro ocenjenih podjetij. To je predvsem iz držav s podobnim gospodarskim in političnim razvojem. Dve tretjini vsega premoženja sklada sta usmerjeni na trge Rusije in Kitajske. Vlaga se tudi na Poljskem, v Madžarski, Češki in Turčiji. Najvišjo realno donosnost je v obdobju treh let dosegel vzajemni sklad SGAM/Equities China, ki je bila 227,88-odstotna, najslabši pa je bil vzajemni sklad SGAM Equities/Japan Small Cap, ki je imel negativno donosnost v višini 20,41 odstotka. Vlagatelje namreč pritegne donosnost.

V Tabeli 5 imajo poleg vzajemnega sklada SGAM/Equities China visoko donosnost v obdobju 27. 12. 2004 do 27. 12. 2007 tudi nekateri drugi vzajemni skladi. Med vzajemnimi skladi prihaja do različnih donosnosti tudi zato, ker je vse odvisno od tega, ali so delniški, mešani ali obvezniški vzajemni skladi. Vzajemni sklad SGAM/Equities China ima pozitivne razvojne možnosti, vendar z višjimi tečajnimi nihanji, ker je prisotno valutno tveganje in tveganje tečaja delnic. Ta vzajemni sklad vlaga predvsem v delnice gospodarskih družb, ki imajo sedež oziroma ogromen delež poslovanja v Ljudski republiki Kitajski (s Hongkongom) in na Tajvanu. Geografsko se razprostira predvsem v Aziji. Državi vlaganja sta torej Kitajska (Hongkong) in Tajvan. Kadar se vlagatelji odločajo za enega izmed vzajemnih skladov, potem jim ne sme biti prioriteta dosedanja donosnost vzajemnega sklada. To pa zato, ker ta ne vključuje prihodnjih donosov. Iz Tabele 5 je razvidno, da so vsi najbolj donosni slovenski vzajemni skladi v opazovanem triletnem obdobju delniški in vsi, razen enega, vlagajo v države v razvoju oziroma na razvijajoče se trge. Večina slovenskih vzajemnih skladov, tj. najmanj donosnih, je obvezniških. Slovenski vzajemni sklad SGAM/Equities China ima visoko stopnjo tveganja in tudi v opazovanem triletnem obdobju najvišjo stopnjo donosnosti.

Tabela 5: Najbolj in najmanj donosni slovenski vzajemni skladi v triletnem obdobju – 27. 12. 2004-27. 12.

2007

Zap. št.	NAJBOLJ DONOSNI SLOVENSKI VZAJEMNI SKLADI	Donosnost v %	TVEGANJE	NAJMANJ DONOSNI SLOVENSKI VZAJEMNI SKLADI	Donosnost v %	TVEGANJE
1.	SGAM/Equities China	227,88	5	SGAM Equities/Japan Small Cap	-20,41	1
2.	Raiffeisen/ Eurasien-Aktien	217,61	5	Pioneer P.F./International Bond	-3,55	1
3.	Sanpaolo IF/China R	204,96	5	SGAM/Bonds CHF	-1,62	1
4.	Sanpaolo IF/Amerika latina R	173,61	5	SGAM/B.Europe Asset Backed Securities	-1,41	1
5.	Pioneer P.F./Eastern European Equity	155,15	5	NFD/NFD Obvezniški	-1,12	1
6.	Pioneer Funds Austria /Eastern Europe Stock	147,26	5	VB Invest/VB- Corporate Bond Fund	1,10	1

7.	Pioneer P.F./Emerging Markets Equity	145,76	5	SGAM/Bonds EURO Corporate	1,22	1
8.	Raiffeisen/ Osteuropa-Aktien	142,77	5	VB Invest/VB-Europa Rentenfonds	1,28	1
9.	SGAM/Equities Eastern Europe	129,65	5	Raiffeisen/US- Aktien	1,45	1
10.	SGAM/Equities Global Emerging Countries	121,43	5	Sanpaolo IF/Euro lungo termine R	1,52	1

Vir: Primerjava skladov, 2008.

V Tabeli 6 je prikazano, da je pri enoletni donosnosti in pri opazovanih 246 slovenskih vzajemnih skladih najnižja (y^{\min}) ocena donosnosti -31,39 % in najvišja (y^{\max}) ocena donosnosti 72,97 %. Variacijski razmik je v tem primeru 104,36-odstoten. Pri donosnosti treh let in pri 157-tih slovenskih vzajemnih skladih je najvišja ocena donosnosti 227,88 % in -20,41 % najnižja ocena donosnosti. Variacijski razmik je v tem primeru 248,29-odstoten. To pomeni, da je razlika med najmanj in najbolj donosnimi 157 slovenskimi vzajemnimi skladi 248,29 odstotka.

Tabela 6: Opisne statistike donosnosti

Donosnost	Število statističnih enot v populaciji (N)	Variacijski razmik (vr)	Najnižja ocena donosnosti (min)	Najvišja ocena donosnosti (max)
Donosnost 12 m	246	104,36	-31,39	72,97
Donosnost 36 m	157	248,29	-20,41	227,88

Vir: Tečajnice, 2007, str. 14.

Tabela 7 prikazuje najmanj in najbolj donosne slovenske vzajemne sklade za obdobje enega leta. Najbolj donosni slovenski vzajemni skladi za obdobje enega leta so bili delniški in prav tako so bili ti tudi najmanj donosni slovenski vzajemni skladi. Slovenski vzajemni sklad NLB Skladi/Sklad slovenskih delnic je bil najbolj donosen slovenski vzajemni sklad na dan 27. 12. 2007, torej za obdobje enega leta, in značilno zanj je, da ima visoko stopnjo tveganja.

Tabela 7: Najbolj in najmanj donosni slovenski vzajemni skladi za obdobje enega leta – na dan 27. 12. 2007

Zap. št.	NAJBOLJ DONOSNI SLOVENSKI VZAJEMNI SKLADI (1-letni)	Donosnost v %	TVEGANJE	NAJMANJ DONOSNI SLOVENSKI VZAJEMNI SKLADI (1-letni)	Donosnost v %	TVEGANJE
1.	NLB Skladi/Sklad slovenskih delnic	72,97	5	Pioneer Funds Austria/Europa Real	-31,39	1
2.	SGAM/Equities India	66,04	5	SGAM Equities/Japan Small Cap	-29,74	1
3.	SGAM/Equities China	61,85	5	NFD/NFD Finance	-18,42	1
4.	Medvešek Pušnik/MP-INDIA.SI	51,36	5	Pioneer P.F./Japanese Equity	-18,40	1

5.	Infond BRIC	49,74	5	SGAM Equities/Japan Conc. Value	-17,43	1
6.	Triglav DZU/Balkan	47,73	5	Sanpaolo IF/Giappone R	-17,38	1
7.	KD Investments/KD Nove energija	47,71	5	Sanpaolo IF/Banche RH	-15,48	1
8.	Sanpaolo IF/China R	47,45	5	Raiffeisen/US- Aktien	-12,96	1
9.	SGAM/Equities APDS	44,85	5	SGAM Equities/Japan Conc. Growth	-12,43	1
10.	Abančna DELNIŠKI EVROPA Vipa Invest	42,57	5	SGAM / Equities US Concentrated Core	12,77	1

Vir: Primerjava skladov, 2008.

3.3 Tveganost slovenskih vzajemnih skladov

Pri ocenjevanju uspešnosti poslovanja vzajemnega sklada je nujno potrebno upoštevati tveganje. Nekaj ljudi bi na to razlago imelo nekaj pomislekov, saj upravljanje premoženja vodijo zelo izkušeni upravljavci. Učinkovitost finančnega trga (trga vrednostnih papirjev) sestavljajo notranje informacije in tržne cene, ki vplivajo na slabe ali dobre značilnosti vrednostnih papirjev. Po drugi strani to vpliva na stanje portfelja. Nikakor pa niso vzajemni skladi uspešnejši od delovanja in stanja na trgu. V Evropi so zadnja leta beležili negativne trende. To velja tudi za večino vzajemnih skladov.

V Tabeli 8 je enota mere slovenski vzajemni sklad. V vzorcu slovenskih vzajemnih skladov je 12 slovenskih vzajemnih skladov, ki imajo nizko tveganje; to je 4,6 odstotka v vzorcu izbranih slovenskih vzajemnih skladov. 22 slovenskih vzajemnih skladov oziroma 8,4 odstotka v vzorcu izbranih slovenskih vzajemnih skladov ima nižje tveganje. 11,8 odstotka oziroma skupno 31 v vzorec izbranih slovenskih vzajemnih skladov je srednje tveganih pri tveganju na osnovi originalnih podatkov. V Tabeli 8 je višje tveganih 27,4 odstotka slovenskih vzajemnih skladov oziroma skupno 72, če upoštevamo tveganje na osnovi originalnih podatkov. 27,4 odstotka oziroma skupno 72 v vzorec izbranih slovenskih vzajemnih skladov je visoko tveganih, in sicer ob upoštevanju tveganja na osnovi originalnih podatkov. Skupno je 209 slovenskih vzajemnih skladov. Zgrešenih je bilo 54 slovenskih vzajemnih skladov, oziroma 20,5 odstotka takih. To so slovenski vzajemni skladi, ki so imeli oznako, da ni podatka, kar pomeni, da na spletni strani ni opisa njihovega tveganja.

Tabela 8: Frekvenčna porazdelitev tveganja slovenskih vzajemnih skladov

Tveganje (opisna spremenljivka)	Frekvence (f)	Relativne frekvence v odstotkih (fj ^o)
	12	4,6

Prave vrednosti	nizko		
	nižje	22	8,4
	srednje	31	11,8
	višje	72	27,4
	visoko	72	27,4
	Skupaj	209	79,5
Zgrešene vrednosti		54	20,5

Vir: Primerjava skladov, 2008.

Če pogledamo v Tabeli 9 četrto frekvenco, vidimo, da je od vseh 263 slovenskih vzajemnih skladov 87 oziroma 33,1 odstotka višje tveganih. Opazovala sem 263 slovenskih vzajemnih skladov, saj sem uporabila lastno oceno tveganja. Vključila sem tudi tiste slovenske vzajemne sklade, za katere sem našla oznako, da ni podatka. 16 slovenskih vzajemnih skladov oz. 6,1 odstotka je takih, ki imajo nizko tveganje, 31 slovenskih vzajemnih skladov oz. 11,8 odstotka je nižje tveganih, 40 slovenskih vzajemnih skladov oz. 15,2 odstotka ima srednje tveganje, 89 slovenskih vzajemnih skladov oz. 33,8 odstotka je visoko tveganih. Seveda pa so to ocene ob upoštevanju tveganja lastne ocene od 1 do 5.

Tabela 9: Frekvenčna porazdelitev tveganja slovenskih vzajemnih skladov (lastna ocena)

Tveganje – lastna ocena	Frekvence	Relativne frekvence v odstotkih
Prave vrednosti	16	6,1
nizko	31	11,8
nižje	40	15,2
srednje	87	33,1
višje	89	33,8
visoko	263	100,0
Skupaj		

Vir: Primerjava skladov, 2008.

V Tabeli 10 je vidno, da je z maksimalno oceno tveganja 5 in z minimalno najnižjo oceno tveganja 1 kar 209 ocenjenih slovenskih vzajemnih skladov. Z mentorjevo oceno tveganja kot lastno oceno je prikazanih vseh 263 slovenskih vzajemnih skladov, pri katerih je variacijski razmik 4, kar pomeni, da je to razlika med najvišjo oceno tveganja 5 in najnižjo oceno tveganja 1. Iz tega sklepam, da Slovenci radi vlagajo v tvegane vzajemne sklade.

Tabela 10: Opisne statistike tveganja

Tveganje	Število statističnih enot v populaciji (N)	Variacijski razmik (vr)	Najnižja ocena tveganja (min)	Najvišja ocena tveganja (max)
Tveganje 1 do 5	209	4	1	5
Tveganje lastne ocene	263	4	1	5

Vir: Primerjava skladov, 2008.

V Tabeli 11 so prikazani slovenski vzajemni skladi glede na njihovo tveganje – lastna ocena in glede na vrsto vzajemnega sklada. Tabela 11 prikazuje skupno število 179 delniških, 7 denarnih, 23 mešanih, 44 obvezniških slovenskih vzajemnih skladov, 3 sklade skladov, 4 indeksnih in 3 garantirane slovenske vzajemne sklade. Znotraj vrste vzajemnega sklada je seštevek posameznih slovenskih vzajemnih skladov glede na stopnjo tveganja – lastna ocena. Skupno število vseh slovenskih vzajemnih skladov je 263.

Tabela 11: Delitev slovenskih vzajemnih skladov glede na vrsto vzajemnega sklada in tveganje

Tip vzajemnega sklada/Tveganje	1	2	3	4	5	Skupaj
Delniški	0	0	17	74	88	179
Denarni	6	1	0	0	0	7
Mešani	1	1	14	6	1	23
Obvezniški	6	29	9	0	0	44
Skladi skladov	0	0	0	3	0	3
Indeksni	0	0	0	4	0	4
Garantirani	3	0	0	0	0	3
Skupaj	16	31	40	87	89	263

Vir: Primerjava skladov, 2008.

3.4 Analiza povezanosti

Kakšna je medsebojna povezanost med donosnostjo in tveganjem slovenskih vzajemnih skladov?

Na to vprašanje odgovarjam s pomočjo dveh alternativnih statističnih metod, ki sta:

1. regresijska analiza,
2. analiza variance.

3.4.1 Regresija

Za analizo povezanosti je uporabljena metoda enostavne linearne regresije, kar je razvidno z naslednjih tabel. Ker imam opravka z dvema donosnostma (1- in 3-letno), prav tako pa želim enkrat upoštevati originalne podatke o tveganju, drugič pa lastno oceno, naredim 4 enostavne linearne regresije.

V vseh štirih primerih testiram funkcijsko obliko $y'' = a + bx$, pri čemer je spremenljivka x tveganje in spremenljivka y donosnost.

a) 1-letna donosnost – tveganje na osnovi originalnih podatkov

Tabela 12: Metoda enostavne linearne regresije enega leta in tveganja od 1 do 5

Model		Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficienti	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
		B	Ocena standardne napake (Std. Error- S_e)	Beta		Ocena standardne napake (Std. Error- S_e)
1	Konstanta	-4,156	3,791		-1,096	0,274
	Tveganje 1-5	3,843	0,954	0,279	4,027	0,000

Odvisna spremenljivka: donosnost 12 m

Vir: Primerjava skladov, 2008.

$y'' = a + bx$; $a = -4,156$ in $b = 3,843$ ter odvisna spremenljivka: donosnost 12 mesecev; iz tega sledi DONOSNOST 12 m = $-4,156 + 3,843 \cdot \text{TVEGANJE}$.

Na podlagi podatkov je ocenjeni regresijski koeficient 3,843, kar pomeni, da se donosnost slovenskih vzajemnih skladov v povprečju poveča za 3,843 odstotka, če se tveganje v slovenskih vzajemnih skladih poveča za 1 stopnjo. To je razvidno iz Tabele 12, v kateri sta spremenljivki donosnost 1 leta in tveganje od 1 do 5.

R Square (determinacijski koeficient - r^{2yx}) = 0,078.

Na podlagi ocenjene vrednosti determinacijskega koeficienta r^{2yx} ugotavljam, da 7,8 odstotka variance 1-letne donosnosti slovenskih vzajemnih skladov pojasnjuje linearni vpliv tveganosti slovenskih vzajemnih skladov.

b) 3-letna donosnost – tveganje na osnovi originalnih podatkov

Tabela 13: Metoda enostavne linearne regresije treh let in tveganja od 1 do 5

Model		Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficienti	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
		B	Ocena standardne napake (Std. Error- S_e)	Beta		Ocena standardne napake (Std. Error- S_e)
1	Konstanta	-25,362	10,613		-2,390	0,018
	Tveganje 1-5	19,332	2,881	0,532	6,710	0,000

Odvisna spremenljivka: donosnost 36 m

Vir: Primerjava skladov, 2008.

$y'' = a + bx$; $a = -25,362$ in $b = 19,332$ ter odvisna spremenljivka: donosnost 36 mesecev; iz tega sledi DONOSNOST 36 m = $-25,362 + 19,332 \cdot \text{TVEGANJE}$.

Na podlagi podatkov je ocenjeni regresijski koeficient 19,332, kar pomeni, da se donosnost slovenskih vzajemnih skladov v povprečju poveča za 19,332 odstotka, če se tveganje v slovenskih vzajemnih skladih poveča za 1 stopnjo tveganosti.

R Square (determinacijski koeficient - r^2_{yx}) = 0,283.

Ugotavljam, da na podlagi ocenjene vrednosti determinacijskega koeficienta 28,3 odstotka variance 3-letne donosnosti slovenskih vzajemnih skladov za obdobje 27. 12. 2004 do 27. 12. 2007 pojasnjuje linearni vpliv tveganja.

c) 1-letna donosnost – tveganje lastne ocene

Tabela 14: Metoda enostavne linearne regresije enega leta in tveganja lastne ocene

Model		Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficienti	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
		B	Ocena standardne napake (Std. Error- S_e)	Beta		Ocena standardne napake (Std. Error- S_e)
1	Konstanta	-4,214	3,182		-1,324	0,187
	Tveganje lastne ocene	3,536	0,808	0,270	4,377	0,000

Odvisna spremenljivka: donosnost 12 m

Vir: Primerjava skladov, 2008.

$y'' = a + bx$; $a = -4,214$ in $b = 3,536$ ter odvisna spremenljivka: donosnost 12 mesecev; iz tega sledi DONOSNOST 12 m = $-4,214 + 3,536 \cdot \text{TVEGANJE}$.

Na podlagi podatkov je ocenjeni regresijski koeficient 3,536, kar pomeni, da se donosnost slovenskih vzajemnih skladov v povprečju poveča za 3,536 odstotka, če se tveganje v slovenskih vzajemnih skladih poveča za 1 stopnjo. To prikazuje Tabela 14. Odvisna spremenljivka je v tem primeru donosnost 12-tih mesecev, torej enega leta.

R Square (determinacijski koeficient - r^2_{yx}) = 0,073.

Ugotavljam, da na podlagi ocenjene vrednosti determinacijskega koeficienta 7,3 odstotka variance 1-letne donosnosti slovenskih vzajemnih skladov pojasnjuje linearni vpliv tveganja lastne ocene slovenskih vzajemnih skladov.

d) 3-letna donosnost – tveganje lastne ocene

Tabela 15: Metoda enostavne linearne regresije treh let in tveganja lastne ocene

Model		Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficienti	t- test	Stopnja značilnosti (Sig.)
		B	Ocena standardne napake (Std. Error- S_e)	Beta		Std. Error
1	Konstanta	-24,692	9,018		-2,738	0,007
	Tveganje lastne ocene	18,418	2,429	0,520	7,581	0,000

Odvisna spremenljivka: donosnost 36 m

Vir: Primerjava skladov, 2008.

$y'' = a + bx$; $a = -24,692$ in $b = 18,418$ ter odvisna spremenljivka: donosnost 36 mesecev; iz tega sledi DONOSNOST 36 m = $-24,692 + 18,418 \cdot \text{TVEGANJE}$.

Na podlagi podatkov je ocenjeni regresijski koeficient 18,418. To pomeni, da se donosnost treh let slovenskih vzajemnih skladov v povprečju poveča za 18,418 odstotka, če se tveganje slovenskih vzajemnih skladov poveča za 1 stopnjo. V tem primeru je odvisna spremenljivka donosnost treh let.

R Square (determinacijski koeficient - r^2_{yx}) = 0,270.

Ugotavljam, da na podlagi ocenjene vrednosti determinacijskega koeficienta 27 odstotkov variance 3-letne donosnosti slovenskih vzajemnih skladov pojasnjuje linearni vpliv tveganja lastne ocene slovenskih vzajemnih skladov.

V vseh štirih primerih je determinacijski koeficient pozitiven in statistično značilen, torej obstaja povezava med donosnostjo in tveganjem slovenskih vzajemnih skladov. Determinacijski koeficienti so si v vseh štirih primerih podobni.

Vse štiri regresijske analize so pokazale, da sta spremenljivki donosnost in tveganje v medsebojni odvisnosti.

Determinacijski koeficient je v vseh štirih regresijskih analizah izmeril linearno povezavo med vzrokom donosnosti in posledico tveganosti in je v vseh primerih večji od 0 in manjši od 1, kar pomeni, da obstaja verjetna linearna povezava med tveganjem in donosnostjo slovenskih vzajemnih skladov. Iz regresijskih analiz izhaja, da je mogoče s tveganjem pojasniti odstotek donosnosti. Na podlagi podatkov iz Tabele 12, Tabele 13, Tabele 14 in Tabele 15 lahko zavrnamo ničelno domnevo in potrdimo pozitivno povezavo med tveganjem in donosnostjo.

Slovenski vzajemni skladi imajo z večjim tveganjem v povprečju tudi večjo donosnost. Obstaja torej medsebojna linearna povezava med donosnostjo in tveganjem slovenskih vzajemnih skladov.

3.4.2 Analiza variance

Analiza variance je alternativna metoda, ki temelji na primerjavi aritmetičnih sredin po skupinah. Kot skupine so bili opredeljeni vsi skladi z enakih tveganjem, kar pomeni, da imamo 5 skupin. Podobno kot pri regresijski analizi, imamo 2 donosnosti in 2 spremenljivki tveganja, zato analizo variance ponovim štirikrat.

Tabela 16: Metoda ocene aritmetične sredine za obdobje enega leta in tveganja od 1 do 5 slovenskih vzajemnih skladov

Tveganje 1-5		Aritmetična sredina (Mean- \bar{y})	Število enot v vzorcu (N)
Nizko	1	1,3017	12
Nižje	2	3,4440	20
Srednje	3	6,7203	31
Višje	4	10,7295	65
Visoko	5	15,5820	66
Skupaj		10,4055	194

Donosnost 12 m

Vir: Primerjava skladov, 2008.

Iz Tabele 16 je razvidno, da se aritmetične sredine razlikujejo od skupine do skupine. S tem je testiran vpliv tveganja na donosnost slovenskih vzajemnih skladov. Razlike med vzorci so razločljive kot statistična odstopanja znotraj iste populacije. Povprečno je 1,3017

odstotka slovenskih vzajemnih skladov, ki imajo nizko tveganje. Slovenski vzajemni skladi z visokim tveganjem imajo 15,5820 odstotka donosnosti. Iz Tabele 16 je razvidno, da čim višja kot je povprečna 1-letna donosnost slovenskih vzajemnih skladov, tem višja je tudi stopnja tveganja od 1 do 5.

Tabela 17: Primerjava 1-letne donosnosti in tveganja od 1 do 5 slovenskih vzajemnih skladov

DONOSNOST IN TVEGANJE		Število stopinj prostosti - m (df)	F-preizkus	P – točna stopnja značilnosti - Sig.
Donosnost 12 m * Tveganje 1-5	Med skupinami	4	4,074	0,003
	Brez skupin	189		
	Skupaj	193		

Vir: Primerjava skladov, 2008.

Donosnost 12 mesecev in tveganje od 1 do 5:

1. $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_5$ H_1 : vse μ_j niso enake.

2. $F = 4,074$.

3. $(P_{(F)4,074} = 0,003) < (\alpha = 0,05) \Rightarrow$ razlika je značilna pri $P = 0,003$.

4. Na osnovi vzorčnih podatkov zavrnem ničelno domnevo pri stopnji značilnosti $P = 0,003$ in sprejemem sklep, da vse aritmetične sredine niso enake. To pomeni, da tveganje od 1 do 5 vpliva na njihovo 1-letno donosnost slovenskih vzajemnih skladov.

Tabela 18: Metoda ocene aritmetične sredine za obdobje treh let in tveganja od 1 do 5 slovenskih vzajemnih skladov

Tveganje 1-5	Aritmetična sredina (Mean- \bar{y})	Število enot v vzorcu (N)
nizko	5,4480	10
nižje	9,1859	17
srednje	31,3170	27
višje	46,5715	33
visoko	77,1193	29
Skupaj	41,6338	116

Donosnost 36 m

Vir: Primerjava skladov, 2008.

Iz Tabele 18 je razvidno, da se aritmetične sredine razlikujejo od skupine do skupine. S tem je testiran vpliv tveganja na donosnost slovenskih vzajemnih skladov. Razlike med vzorci so razločljive kot statistična odstopanja znotraj iste populacije. Povprečno je 5,4480

odstotka slovenskih vzajemnih skladov, ki imajo nizko tveganje. Slovenski vzajemni skladi z visokim tveganjem imajo 77,1193 odstotka donosnosti. Iz Tabele 18 je razvidno, da čim višja kot je povprečna 3-letna donosnost slovenskih vzajemnih skladov, tem višja je tudi stopnja tveganja od 1 do 5.

Tabela 19: Primerjava 3-letne donosnosti in tveganja od 1 do 5 slovenskih vzajemnih skladov

DONOSNOST IN TVEGANJE		Število stopinj prostosti - m (df)	F-preizkus	P – točna stopnja značilnosti - Sig.
Donosnost 36 m * Tveganje 1-5	Med skupinami	4	11,791	0,000
	Brez skupin	111		
	Skupaj	115		

Vir: Primerjava skladov, 2008.

Donosnost 36 mesecev in tveganje od 1 do 5:

- $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_5$ $H_1: \text{vse } \mu_j \text{ niso enake.}$
- $F = 11,791.$
- $(P_{(F)11,791}) = 0,000) < (\alpha = 0,05) \Rightarrow \text{razlika je značilna pri } P = 0,000.$
- Na osnovi vzorčnih podatkov zavrnem ničelno domnevo pri stopnji značilnosti $P = 0,000$ in sprejmemo sklep, da vse aritmetične sredine niso enake. To pomeni, da tveganje od 1 do 5 vpliva na 3-letno donosnost slovenskih vzajemnih skladov.

Tabela 20: Metoda ocene aritmetične sredine za obdobje enega leta in tveganja lastne ocene od 1 do 5 slovenskih vzajemnih skladov

Tveganje lastne ocene	Aritmetična sredina (Mean- \bar{y})	Število enot v vzorcu (N)
nizko	2,1644	16
nižje	1,9550	28
srednje	5,8170	40
višje	9,1783	80
visoko	14,2311	82
Skupaj	9,0376	246

Donosnost 12 m

Vir: Primerjava skladov, 2008.

Iz Tabele 20 je razvidno, da se aritmetične sredine razlikujejo od skupine do skupine. S tem je testiran vpliv tveganja na donosnost slovenskih vzajemnih skladov. Razlike med

vzorci so razločljive kot statistična odstopanja znotraj iste populacije. Povprečno je 2,1644 odstotka slovenskih vzajemnih skladov, ki imajo nizko tveganje. Slovenski vzajemni skladi z visokim tveganjem imajo 14,2311 odstotka donosnosti. Iz Tabele 18 je razvidno, da čim višja kot je povprečna 1-letna donosnost slovenskih vzajemnih skladov, tem višja je tudi stopnja tveganja lastne ocene.

Tabela 21: Primerjava 1-letne donosnosti in tveganja lastne ocene od 1 do 5 slovenskih vzajemnih skladov

DONOSNOST IN TVEGANJE		Število stopinj prostosti - m (df)	F-preizkus	P – točna stopnja značilnosti - Sig.
Donosnost 12 m * Tveganje lastne ocene	Med skupinami	4	5,024	0,001
	Brez skupin	241		
	Skupaj	245		

Vir: Primerjava skladov, 2008.

Donosnost 12 mesecev in tveganje lastne ocene od 1 do 5:

1. $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_5$ $H_1: \text{vse } \mu_j \text{ niso enake.}$
2. $F = 5,024.$
3. $(P_{(F)5,024} = 0,001) < (\alpha = 0,05) \Rightarrow \text{razlika je značilna pri } P = 0,001.$
4. Na osnovi vzorčnih podatkov zavrnem ničelno domnevo pri stopnji značilnosti $P = 0,001$ in sprejemem sklep, da vse aritmetične sredine niso enake. To pomeni, da tveganje lastne ocene vpliva na 1-letno donosnost slovenskih vzajemnih skladov.

Tabela 22: Metoda ocene aritmetične sredine za obdobje treh let in tveganja lastne ocene od 1 do 5 slovenskih vzajemnih skladov

Tveganje lastne ocene	Aritmetična sredina (Mean- \bar{y})	Število enot v vzorcu (N)
nizko	6,3025	12
nižje	7,3584	25
srednje	30,5206	34
višje	43,6047	45
visoko	72,5698	41
Skupaj	39,7125	157

Donosnost 36 m

Vir: Primerjava skladov, 2008.

V Tabeli 22 je vidno, da se aritmetične sredine razlikujejo od skupine do skupine. S tem je testiran vpliv tveganja na donosnost slovenskih vzajemnih skladov. Razlike med vzorci so

razložljive kot statistična odstopanja znotraj iste populacije. Povprečno je 6,3025 odstotka slovenskih vzajemnih skladov, ki imajo nizko tveganje. Slovenski vzajemni skladi z visokim tveganjem imajo 72,5698 odstotka donosnosti. Iz Tabele 18 je razvidno, da čim višja kot je povprečna 3-letna donosnost slovenskih vzajemnih skladov, tem višja je tudi stopnja tveganja lastne ocene.

Tabela 23: Primerjava 3-letne in 1-letne donosnosti ter tveganja lastne ocene od 1 do 5 slovenskih vzajemnih skladov

DONOSNOST IN TVEGANJE		Število stopinj prostosti - m (df)	F-preizkus	P – točna stopnja značilnosti - Sig.
Donosnost 36 m * Tveganje lastne ocene	Med skupinami	4	15,255	0,000
	Brez skupin	152		
	Skupaj	156		

Vir: Primerjava skladov, 2008.

Donosnost 36 mesecev in tveganje lastne ocene od 1 do 5:

1. $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_5$ $H_1: \text{vse } \mu_j \text{ niso enake.}$
2. $F = 15,255.$
3. $(P_{(F)15,255} = 0,000) < (\alpha = 0,05) \Rightarrow \text{razlika je značilna pri } P = 0,000.$
4. Na osnovi vzorčnih podatkov zavrnem ničelno domnevo pri stopnji značilnosti $P = 0,000$ in sprejemem sklep, da vse aritmetične sredine niso enake. To pomeni, da tveganje lastne ocene vpliva na 3-letno donosnost slovenskih vzajemnih skladov.

SKLEP

Vzajemni skladi so druga beseda za premoženje vlagateljev, in sicer z namenom povečanja njihovega premoženja. Finančni trgi imajo funkcijo zagotovitve likvidnosti in diverzifikacije ali razpršitve naložb. Finančne naložbe delimo glede na izdajatelja v finančne naložbe finančnih ustanov, finančne naložbe države ter v izvedene finančne naložbe. Finančne naložbe v podjetja se delijo v dve skupini, in sicer v lastniške finančne naložbe v podjetja in upniške finančne naložbe v podjetja. Osnovna delitev finančnih naložb je delitev na lastniške in upniške. Med lastniške finančne naložbe spadajo delnice, deleži družbenikov in naložbe s. p.-jev. K upniškim finančnim naložbam uvrščamo kratkoročne in dolgoročne bančne kredite, terjatve do kupcev, obveznice, terminske kredite in zakup (angl. *leasing*). Leta 1920 so v ZDA nastali prvi investicijski skladi. S 1. 1. 1992 je začel poslovati prvi vzajemni sklad v Sloveniji, imenoval se je Galileo. Vzajemni skladi prinašajo v primerjavi z bančnimi vlogami višjo pričakovano donosnost. Prednosti vlaganja v vzajemne sklade se kažejo v dostopnosti, razpršitvi premoženja, zmanjšanju tveganja, varnosti pred izgubami, večji likvidnosti, prilagodljivosti, nadzoru nad poslovanjem vzajemnih skladov, strokovnem upravljanju in v udobnosti. Slabosti vzajemnih skladov so v stroških trgovanja, davkih, pestri izbiri vzajemnih skladov in v nadzoru nad kapitalskimi dobički.

Vlaganje v vzajemne sklade je neizogibno povezano s tveganjem, da dejanski donos mogoče ne bo enak pričakovanemu. Tega tveganja ne moremo odpraviti, lahko pa ga zmanjšamo. S tem pa se posledično zmanjšuje donosnost. Te pomembne ugotovitve morajo upoštevati vzajemni skladi pri snovanju vizije in pri strateškem načrtovanju. Vzajemni skladi so nevidna roka med vplivnimi dejavniki, ki delujejo na trgu na eni strani, in med vlagatelji na drugi strani. Menim, da je na področju trgovanja z vrednostnimi papirji potrebno razmišljati v smeri, da vrednostne papirje ne kupujemo za jutri, ampak za neko daljše obdobje, ki nam zagotavlja dober in stabilen donos. Kot vidimo iz vsakomesečnega in celo vsakodnevnega dogajanja, prihaja do nihanj delnic navzgor in navzdol. Vlagatelji so pripravljene tvegati, zato tudi vlagajo svoja denarna sredstva v vzajemne sklade. Njihov manjši dobiček ali celo izguba je lahko posledica recesije ali neugodnih napovedi glede gospodarske rasti v prihodnje. Velja, da veliki donosi določenega leta nimajo vpliva na prihodnost. Če so tečaji previsoki v določenem letu, potem je mogoče z veliko verjetnostjo napovedati padec le-teh v prihodnje. Tveganje pri naložbah v vzajemne sklade opredeljujemo z vidika vlagateljev in vzajemnih skladov. Tveganje naložb v vzajemne sklade lahko zmanjšamo z znanjem, analizami, razpršitvijo naložb in z zavarovanjem pri zavarovalnici.

V Sloveniji smo imeli konec leta 2007 skupno 263 vzajemnih skladov. Skladi se razlikujejo glede na naložbe, in sicer je bilo 179 delniških, 7 denarnih, 22 mešanih, 44 obvezniških, 4 so bili indeksni, trije garantirani in trije skladi skladov. V Sloveniji smo imeli do leta 2007 13 domačih in 6 tujih upravljalcev, ki upravljajo s slovenskimi vzajemnimi skladi.

Izbira vzajemnih skladov je odvisna od pričakovane letne donosnosti in tveganosti vzajemnih skladov, zato sem v magistrskem delu proučila donosnost, tveganje in povezanost med donosnostjo in tveganjem slovenskih vzajemnih skladov.

Ugotoviti sem želela, ali je bila v skladu s teorijo stopnja donosa bolj tveganih skladov v preučevanem obdobju višja kot stopnja donosa manj tveganih skladov.

Najbolj donosen slovenski vzajemni sklad v triletnem obdobju 27. 12. 2004-27. 12. 2007 je bil SGAM/Equities China, ki je imel 227,88-odstotno donosnost. Vsi najbolj donosni slovenski vzajemni skladi v tem obdobju so delniški in vsi, razen enega, vlagajo v države v razvoju. Najmanj donosen slovenski vzajemni sklad v prej omenjenem obdobju je bil SGAM Equities/Japan Small Cap, in sicer s povprečno -20,41-odstotno donosnostjo. Večina najmanj donosnih slovenskih vzajemnih skladov v tem obdobju je obvezniških. V raziskavi sem ugotovila, da je bil v obdobju enega leta na dan 27. 12. 2007 najbolj donosen sklad NLB Skladi/Sklad slovenskih delnic. Njegova donosnost je bila 72,97-odstotna.

Pioneer Funds Austria Europa Real je imel v enakem obdobju najnižjo donosnost, to je - 31,39-odstotno.

Analiza tveganosti 263-tih skladov je pokazala, da je 33,8 odstotka slovenskih vzajemnih skladov visoko tveganih, 6,1 odstotka vzajemnih skladov ima nizko tveganje, 11,8 odstotka ima nižje tveganje, 15,2 odstotka slovenskih vzajemnih skladov ima srednje tveganje in 33,1 odstotka ima višje tveganje.

Povezanost med donosnostjo in tveganostjo slovenskih vzajemnih skladov sem preučila z regresijsko analizo in z analizo variance. Obe analizi sta pokazali, da so bili v preučevanih obdobjih bolj tvegani skladi v povprečju tudi bolj donosni, kar je skladno s postavljeno tezo. Seveda pa je potrebno opozoriti na naslednje dejstvo: če bi to analizo ponovili v letu 2008, bi bila slika verjetno ravno obratna. Skladi, ki so bili lani najbolj donosni, so letos namreč zaradi finančne krize v povprečju najmanj donosni.

LITERATURA IN VIRI

1. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2001). *Gradivo za poslovne finance: prvi osnutek*. Ljubljana: [Ekonomska fakulteta].
2. Berk, A. (2005, 20. september). Naši skladi manj dejavni od tujih, a dražji. *Finance*, str 26.
3. Berk, A., Peterlin, J. & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganja: skrivnosti celovitega pristopa*. Ljubljana: GV založba.
4. Bogle, J. (1994). *Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor*. New York: Irwin.
5. *Denar in finance, vaje 7*. Najdeno 26. maja 2008 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/190013/DF-vaje7-NV_nov.PPT
6. Dimovski, V. (1995). Upravljanje investicijskih skladov. *Zbornik 3. Letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije* (str. 105-115). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
7. Došenovič Bonča, P. (2006). *Zapiski predavanj pri predmetu Mikroekonomija 3*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. Duhovnik, M. (1995). *Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.

9. Fosback Norman, G. (1994). *The Mutual Fund Buyer's Guide*. Chicago: Probus Publishing Company.
10. Fredman, Albert J. & Wiles, R. (1993): *How Mutual Funds Work*. New York: New York Institute of Finance.
11. Glavan, A., Razinger, L., & Jarc, N. (2006, 3. februar). *Borzno posredovanje: trg vrednostnih papirjev*. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=13383&SeS=66249738425210-119554832>
12. Investors Business Daily Guide to the Markets. (1996). Investor's Business Daily (str. 155). New York.
13. Jakoša, D. (2006). Vzajemni skladi na pohodu. *Profit*, 2 (8), 24.
14. Javoršek, N. (2002). *Primerjava vzajemnih skladov v Sloveniji in tujini: diplomsko delo visoke poslovne šole*. Ljubljana: [N. Javoršek].
15. Kleindienst, R. (2007). Kateri vzajemni sklad je (naj)boljši? *Bilten Naložbeni pregled NLB Skladi*, 2 (5), 8-9.
16. Krajnc, G. (2006, 13. november). Izberite pravo naložbo. *Kapital*. Najdeno 7. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.revijakapital.com/kapital/clanki-predavanja.php?idclanka=4325>
17. Kuhelj Krajnovič, E., Košak, M. & Groznik, P. (2004). *Osnove poslovnih financ*. (5. natis). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. Lamut, P. & Zupan, N. (2007, 7. oktober). *Kako maksimirati donos*. Najdeno 18. maja 2008 na spletnem naslovu <http://mladipodjetnik.si/ostalo/investiranje/uvod-v-investiranje>
19. Levy, H. & Sarnat, M. (1982). *Capital Investment and Financial Decisions*. (Second ed.) B.k.: Prentice-Hall International.
20. Mohorčič, D. (2008, 14. maj). Tveganja vzajemnih skladov. *Vzajemci.com*. Najdeno 18. maja 2008 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_article.php?ArticleID=12985
21. Mohorčič, D. (2008, 26. maj). Prihodnost poslovanja vzajemcev v Sloveniji. Donosnost skladov v prihodnosti. *Vzajemci.com*. Najdeno 29. maja 2008 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_article.php?ArticleID=13330
22. Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. (1. natis). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
23. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. *Naložbene strukture*. Najdeno 29. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.zav-luic.si/index.php?node=4,56>
25. *Organizirani trg vrednostnih papirjev in umik z organiziranega trga*. Najdeno 17. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.socius.si/file/6461/file.html>
26. Pivka, H. M. & Puharič, K. (1993). *Osnove gospodarskega prava*. Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije.

27. *Pogosta vprašanja in odgovori. (NLB)*. Najdeno 17. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=7947>
28. *Pomen zavarovalništva in vzajemnih skladov [podjetja Fin-mak d. o. o.]*. Najdeno 17. maja 2008 na spletnem naslovu <http://fin-mak.com/>
29. *Prednosti varčevanja v vzajemnem skladu*. Najdeno 17. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.vzajemni.com/ovzajemnihskladih/prednostivs.aspx>
30. *Preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov*. (2007). Učbenik ZDU – GIZ. (str. 3, 5, 6-14, 17-22, 25). Ljubljana: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov – GIZ.
31. *Primerjava skladov*. Najdeno 14. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/primerjava.php>
32. *Profili vlagateljev*. Najdeno 4. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.perspektiva.si/index.php?id=85>
33. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi*. (2. izdaja). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
34. Rowland, M. (1996). *A Commonsense Guide to Mutual Funds*. Princeton: Bloomberg Press.
35. Rugg Donald, D. (1986). *The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds*. Homewood: Dow Jones-Irwin.
36. Sharpe, William F. & Alexander, Gordon J. (1990). *Investments. (4th ed.)* New Jersey: Prentice-Hall.
37. *Slovar. Vzajemci.com*. Najdeno 18. maja 2008 na spletnem naslovu http://209.85.135.104/search?q=cache:hryYSQDaciQJ:vzajemci.com/vz_slovar.php+razporeditev+vzajemnih+skladov+glede+na+strukturo+nalo%C5%BEB+v+skupine+in+primerjava+v+%C4%8Dasu&hl=sl&ct=clnk&cd=6&gl=si
38. Svilan, S. (1990). *Vrednostni papirji: namen in vrste, oblikovanje in trgovanje ter upravljanje. (1. natis)*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
39. Tečajnice (2007, 29. december). *Delo*, str. 14.
40. Veselinovič, D. (2003). *Mednarodne (poslovne) finance. (2. natis)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. Vojinovič, B. (2001). Investicijske bančne ustanove. *Naše gospodarstvo*, 47 (1/2), 116-130.
42. *Vzajemni sklad [Vzajemci.com]*. Najdeno 25. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://vzajemci.com>
43. *Vzajemni skladi in finančni trgi*. Najdeno 17. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.sbaza.net/clanek_html.php?url_clanka=clanki_sb1%2Fepf%2Fvzajemni_skladi.sb&vsebina_replace=epf
44. *Vzajemni skladi Triglav: najpogostejša vprašanja, 1. del [Triglav družba za upravljanje]*. Najdeno 17. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.triglav-du.si/?id=13,437,438>

45. Zajc, K. (2004). Nekateri vidiki obvladovanja tveganj z opcijami. *Podjetje in delo*, 30 (6/7), 1145-1157.
46. Zavodnik, Evgenij (2006). Ekonomski kapital – nova vsebina upravljanja s tveganji v bankah (1). *Bančni vestnik*, 55 (7/8), 12-16.
47. Žnidaršič Kranjc, A. (1999). *Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga*. Postojna: Dej d. o. o.

PRILOGA 1: Razvrstitev 263-tih slovenskih vzajemnih skladov po stopnji tveganja, stopnji donosnosti in vrsti vzajemnih skladov

Zap. št.	IME SKLADA	Originalno tveganje	Kodirano tveganje	Tveganje lastne ocene	Donosnost 12 m	Vrsta skladov	Donosnost 36 m
1	Abančni Delniški Aktivni	7	4	4	37,65	D	71,45
2	Abančni Delniški Azija	8	4	4	2,43	D	
3	Abančni Delniški Baltinord	8	4	4		D	
4	Abančni DELNIŠKI EVROPA Vipa Invest	8	4	4	42,57	D	
5	Abančni DELNIŠKI SVET	7	4	4	-0,99	D	
6	Abančni Delniški ZDA	8	4	4	-5,61	D	
7	Abančni Denarni Euro	2	1	1	3,14	DEN	
8	Abančni Mešani	6	3	3	23,43	M	51,04
9	Abančni Obvezniški	4	2	2	1,55	O	7,17
10	Abančni Uravnoteženi	6	3	3	24,42	M	47,46
11	Ilirika DZU/Ilirika Azija	9	5	5	21,29	D	
12	Ilirika DZU/Ilirika Modra energija	9	5	5	14,48	D	
13	Ilirika DZU/Ilirika Modra farmacija	9	5	5	-4,78	D	
14	Ilirika DZU/Ilirika Modra gazela	10	5	5	0,92	D	
15	Ilirika DZU/Ilirika Modra kombinacija	6	3	3	27,5	M	62,15
16	Ilirika DZU/Ilirika Modre finance	9	5	5	0,41	D	
17	Ilirika DZU/Ilirika Modri kapital	4	2	2	1,97	O	
18	Ilirika DZU/Ilirika Modri korak	8	4	4	25,39	D	
19	Ilirika DZU/Ilirika Modri sklad skladov	7	4	4	14,59	SS	
20	Ilirika DZU/Ilirika Vzhodna Evropa	9	5	5	34	D	
21	Infond BRIC	8	4	4	49,74	D	
22	Infond Delniški	8	4	4	29,44	D	69,73
23	Infond Energy	8	4	4	27,11	D	
24	Infond Europa	8	4	4	10,96	D	57,71
25	Infond Hrast	6	3	3	15,94	M	45,85
26	Infond Life	8	4	4		D	
27	Infond PanAmerica	8	4	4		D	
28	Infond Uravnoteženi	6	3	3	15,96	M	44,69
29	KD Investments/KD Balkan	visoko tvegan (9-10)	5	5	24,15	D	
30	KD Investments/KD Bond obv. VS	nižje tvegan (3-4)	2	2	5,55	O	10,68
31	KD Investments/KD Galileo VS FSN	višje tvegan (7-8)	4	4	30,33	M	67,31
32	KD Investments/KD MM	nizko tvegan (2)	1	1	3,16	DEN	
33	KD Investments/KD Nova energija	višje tvegan (8)	4	4	47,71	D	
34	KD Investments/KD Novi trgi	visoko tvegan (9)	5	5	28,87	D	
35	KD Investments/KD Prvi izbor	višje tvegan (7)	4	4	12,83	SS	
36	KD Investments/KD Rastko del. VS	višje tvegan (7-8)	4	4	37,42	D	69,65
37	KD Investments/KD Severna Amerika	višje tvegan (8)	4	4	-4,61	D	
38	KD Investments/KD Surovine in energija	višje tvegan (8)	4	4	22,98	D	
39	KD Investments/KD Tehnologija	visoko tvegan (9)	5	5	16,72	D	
40	KD Investments/KD Vitalnost	višje tvegan (8)	4	4	1,28	D	
41	Krekova družba/Klas	7	4	4	-1,19	D	
42	Krekova družba/Krekov sklad Most	9	5	5	20,96	D	

Zap. št.	IME SKLADA	Originalno tveganje	Kodirano tveganje	Tveganje lastne ocene	Donosnost 12 m	Vrsta skladov	Donosnost 36 m
43	Krekova družba/NANO & TECH	9	5	5		D	
44	Krekova družba/Sidro	4	2	2		O	
45	Krekova družba/Skala	6	3	3	17,29	M	34,19
46	Medvešek Pušnik/MP-ASIA.SI	ni znano	ni znano	4	22,59	D	
47	Medvešek Pušnik/MP-BALKAN.SI	ni znano	ni znano	5	13,42	D	
48	Medvešek Pušnik/MP-ENERGY.SI	ni znano	ni znano	4	9,7	D	
49	Medvešek Pušnik/MP-GLOBAL.SI	ni znano	ni znano	3	22	D	78,38
50	Medvešek Pušnik/MP – Eurostock.si	ni znano	ni znano	4	4,1	I	
51	Medvešek Pušnik/MP-GOLD.SI	visoko	5	5	8,13	D	
52	Medvešek Pušnik/MP-INDIA.SI	visoko	5	5	51,36	D	
53	Medvešek Pušnik/MP-PLUS.SI	ni znano	ni znano	3	3,85	D	29,58
54	Medvešek Pušnik/MP-TECH.SI	ni znano	ni znano	5	3,33	D	
55	Medvešek Pušnik/MP-TURKEY.SI	visoko	5	5	27,12	D	
56	Medvešek Pušnik/MP-WATER.SI	srednje	3	3	6,92	D	
57	NFD / NFD Azija/Oceanija	7	4	4	3,59	D	
58	NFD / NFD Energija	9	5	5	19,72	D	
59	NFD / NFD Evro/Amerika	7	4	4	4,66	D	
60	NFD / NFD Finance	9	5	5	-18,42	D	
61	NFD / NFD IT	9	5	5	-4,3	D	
62	NFD / NFD Novi trgi	9	5	5	25,86	D	
63	NFD / NFD obvezniški	3	2	2	-1,11	O	-1,12
64	NFD Zdravstvo	9	5	5	-8,57	D	
65	NLB Dinamični sklad delnic	9	5	5	-3,01	D	
66	NLB Farmacija in zdravstvo	8	4	4	-8,25	D	
67	NLB Ju., Sr. in Vz. Evropa	9	5	5	18,8	D	
68	NLB Skladi/Kombinirani sklad	5	3	3	5,92	M	24,41
69	NLB Skladi/Naravni viri	8	4	4	23,57	D	
70	NLB Skladi/Sklad evropskih delnic	7	4	4	2,75	D	
71	NLB Skladi/kombinirani sklad Nove Evrope	7	4	4	10,74	M	15,45
72	NLB Skladi/Sklad obveznic	4	2	2	0,16	O	2,65
73	NLB Skladi/Sklad slovenskih delnic	8	4	4	72,97	D	107,55
74	NLB Skladi/Svetovni sklad delnic	7	4	4	-3,59	D	29,05
75	NLB Skladi/Visoka tehnologija	9	5	5	2,83	D	
76	NLB Skladi/Visoko rastoča gosp.	9	5	5	18,14	D	
77	NLB Skladi/Zahodni Balkan delniški	10	5	5		D	
78	Perspektiva DZU/Perspektiva: EmergingStox	9	5	5		D	
79	Perspektiva DZU/Perspektiva: EurAsiaStox	8	4	4		D	
80	Perspektiva DZU/Perspektiva: SpecialOpportunities	10	5	5		D	
81	Perspektiva DZU/Perspektiva: WorldMix	4	2	2	23,55	M	48,51
82	Perspektiva DZU/Perspektiva: WorldStox	7	4	4		D	
83	Primorski skladi/Modra linija	8	4	4	40,13	D	
84	Primorski skladi/Optima	7	4	4	4,19	SS	
85	Primorski skladi/Pika	4	2	2	5,04	O	15,22
86	Primorski skladi/Živa	8	4	4	21	D	53,65
87	Probanka DZU/Probanka Alfa – uravnoteženi	6	3	3	8,59	M	29,02
88	Probanka DZU/Probanka Beta – delniški	8	4	4	9,58	D	70,15

Zap. št.	IME SKLADA	Originalno tveganje	Kodirano tveganje	Tveganje lastne ocene	Donosnost 12 m	Vrsta skladov	Donosnost 36 m
89	Probanka DZU/Probanka Gama obvezniški	3	2	2	0,47	O	
90	Probanka DZU/Probanka Novi trgi	9	5	5	19,31	D	
91	Probanka DZU/Globalni naložbeni sklad	7	4	4	21,3	M	
92	Publikum PDU/Publikum Azijski tigri	9	5	5	10,28	D	
93	Publikum PDU/Publikum Balkan	9	5	5	39,73	D	
94	Publikum PDU/Publikum Bond	4	2	2	13,75	O	28,4
95	Publikum PDU/Publikum International	8	4	4	16,19	D	52,03
96	Publikum PDU/Publikum mešani Primus	ni znano	ni znano	4	34,89	M	78,95
97	Publikum PDU/Publikum Nova Evropa	9	5	5	29,83	D	
98	Publikum PDU/Publikum SCI & TECH	9	5	5	-8,72	D	
99	Publikum PDU/Publikum USA	9	5	5	0,2	D	
100	Triglav DZU/Azija	8	4	4	15,5	D	
101	Triglav DZU/Balkan	9	5	5	47,73	D	
102	Triglav DZU/Evropa	6	3	3	3,88	M	25,88
103	Triglav DZU/Hitro rastoča podj.	10	5	5	14,3	D	
104	Triglav DZU/Obvezniški	4	2	2	6,88	O	15,09
105	Triglav DZU/Rastoči trgi	8	4	4	27,35	D	
106	Triglav DZU/Renta	6	3	3	23,37	M	42,74
107	Triglav DZU/Steber I	8	4	4	37,63	D	
108	Triglav DZU/Svetovni	7	4	4	4,35	D	
109	Triglav DZU/Top sektorji	8	4	4	3,71	D	
110	Hypo Corporate Bond Fund	4 od 9	2	2	0,6	O	
111	Hypo Dynamic Equity	7 - višje tvegan	4	4	2,25	D	
112	Hypo Euro Konvergenz Fonds	6 od 9	3	3	5,61	O	
113	Hypo Global Balanced	6 od 9	3	3	0,31	M	
114	Hypo S. Eastern European Opportunities	9 od 9	5	5	20,54	D	
115	KD Investments sprav. Spol./KD Prosperita	višje	4	4		M	
116	KD Investments sprav. Spol./KD Russia	visoko	5	5		D	
117	Pioneer P.F./Global Defensive Plus	ni znano	ni znano	3	-1,17	M	0
118	Pioneer P.F./Global Dynamic Plus	ni znano	ni znano	4	3,61	M	22,73
119	Pioneer P.F./Eastern European Equity		ni znano	5	16,7	D	155,15
120	Pioneer P.F./Emerging Markets Bond	ni znano	ni znano	2	-3,06	O	18,35
121	Pioneer P.F./Emerging Markets Equity	ni znano	ni znano	5	31,48	D	145,76
122	Pioneer P.F./Euro Short - Term	ni znano	ni znano	3	2,47	O	3,94
123	Pioneer P.F./Greater China Equity	ni znano	ni znano	5	17,49	D	80,7
124	Pioneer P.F./Euro Bond	ni znano	ni znano	2	0,15	O	2,35
125	Pioneer P.F./International Bond	ni znano	ni znano	2	-3,22	O	-3,55
126	Pioneer P.F./Japanese Equity	ni znano	ni znano	4	-18,4	D	6,82
127	Pioneer P.F./Pacific Equity (Ex. Japan)	ni znano	ni znano	4	17,42	D	83,84
128	Pioneer P.F./Top European Players	ni znano	ni znano	3	-8,38	D	34,04
129	Pioneer P.F./Top Global Players	ni znano	ni znano	3	-2,05	D	33,15
130	Pioneer P.F./Funds - U.S. Mid Cap Value	ni znano	ni znano	4	-6,43	D	13,5
131	Pioneer P.F./U.S. Pioneer Funds	ni znano	ni znano	4	-6,42	D	16,53
132	Pioneer P.F./U.S. Research	ni znano	ni znano	5	-4,06	D	20,05

Zap. št.	IME SKLADA	Originalno tveganje	Kodirano tveganje	Tveganje lastne ocene	Donosnost 12 m	Vrsta skladov	Donosnost 36 m
133	Pioneer P.F./European Small Companies	ni znano	ni znano	5	-5,39	D	63,7
134	Pioneer Funds Austria/America Stock	4 (od 5)	4	4	3,17	D	21,96
135	Pioneer Funds Austria/Asia Stock	4 od 5	4	4	-5	D	25,95
136	Pioneer Funds Austria/Austria Stock	4 (od 5)	4	4	5,35	D	104,53
137	Pioneer Funds Austria/Central Europe Bond	visoko (3 od 5)	3	3	5,88	O	17,96
138	Pioneer Funds Austria/Dollar Bond		ni znano	3	6,96	O	13,05
139	Pioneer Funds Austria/Eastern Europe Stock	zelo visoko (5 od 5)	5	5	21,09	D	147,26
140	Pioneer Funds Austria/Energy Stock	4 od 5	4	4	24,31	D	116,47
141	Pioneer Funds Austria/Euro Cash	1 (od 5)	1	1	0,78	DEN	5,86
142	Pioneer Funds Austria/Euro Corporate Bond	2 (od 5)	2	2	-0,64	O	1,79
143	Pioneer Funds Austria/Euro Government Bond	2 (od 5)	2	2	0,55	O	4,95
144	Pioneer Funds Austria/Europa Real	4 od 5	4	4	-31,39	D	
145	Pioneer Funds Austria/Gold Stock	5 od 5	5	5	7,77	D	71,68
146	Pioneer Funds Austria/Guarantee Basket 2010	garancija	garancija	1	5,8	GAR	14,94
147	Pioneer Funds Austria/Guarantee Basket 2013	garancija	garancija	1	5,29	GAR	
148	Pioneer Funds Austria/Master Fonds Emerging M.	zelo visoko (5 od 5)	5	5	24,13	D	
149	Pioneer Funds Austria/Select Europe Stock	4 (od 5)	4	4	1,51	D	45,99
150	Raiffeisen/Emerging Europe SmallCap	ni znano	ni znano	5		D	
151	Raiffeisen/EmergingMarkets-Aktien	ni znano	ni znano	5	28,49	D	
152	Raiffeisen/A.R.- Emerginig Markets	zelo visoko	5	5	4,27	M	
153	Raiffeisen/Energie-Aktien	zelo visoko	5	5	14,03	D	94,12
154	Raiffeisen/Eurasien-Aktien	zelo visoko	5	5	40,84	D	217,61
155	Raiffeisen/Euro- Corporates	nizko	1	1	-0,84	O	2,44
156	Raiffeisen/Euro Liquid	nizko	1	1	3,16	O	6,76
157	Raiffeisen/Europa Aktien	srednje	3	3	-2,87	D	43,85
158	Raiffeisen/Europa-Small Cap	zelo visoko	5	5	-5,56	D	69,17
159	Raiffeisen/EuroPlus-Rent	nizko	1	1	-0,2	O	5,8
160	Raiffeisen/Global Aktien	visoko	4	4	-7,73	D	16,94
161	Raiffeisen/Global Balanced	srednje	3	3	-0,49	M	
162	Raiffeisen/Global Mix	srednje	3	3	-4,19	M	13,14
163	Raiffeisen/Global Rent	nizko	1	1	-0,44	O	6,32
164	Raiffeisen/HealthCare-Aktien	visoko	4	4	-6,96	D	15,05
165	Raiffeisen/Osteuropa-Aktien	zelo visoko	5	5	23,08	D	142,77
166	Raiffeisen/Osteuropa Plus- Rent	srednje	3	3	2,73	O	16,8
167	Raiffeisen/Pazifik-Aktien	zelo visoko	5	5	-6,46	D	34,12
168	Raiffeisen/TopDividende Aktien	ni znano	ni znano	3	-4,2	D	
169	Raiffeisen/TopSelection-Garantie	garancija	garancija	1	4,98	GAR	
170	Raiffeisen/US- Aktien	visoko	4	4	-12,96	D	1,45
171	Sanpaolo IF/China R	zelo visoko	5	5	47,45	D	204,96
172	Sanpaolo IF/Energy & Materials Prime RH	zelo visoko	5	5	21,18	D	71,37
173	Sanpaolo IF/Energy & Materials Prime R	zelo visoko	5	5	17,05	D	73,72
174	Sanpaolo IF/Europa RH	zelo visoko	5	5	3,9	D	45,69
175	Sanpaolo IF/Europa R	srednje	3	3	1,12	D	45,98
176	Sanpaolo IF/Industrial RH	zelo visoko	5	5	9,29	D	41,4

Zap. št.	IME SKLADA	Originalno tveganje	Kodirano tveganje	Tveganje lastne ocene	Donosnost 12 m	Vrsta skladov	Donosnost 36 m
177	Sanpaolo IF/Industrial R	srednje	3	3	4	D	38,14
178	Sanpaolo IF/Liquidita Dollari R		ni znano	2	-4,86	DEN	4,25
179	Sanpaolo IF/Alta Tecnologia R		ni znano	5	5,12	D	18,13
180	Sanpaolo IF/Alta Tecnologia RH		ni znano	5	12,01	D	21,81
181	Sanpaolo IF/Banche R		ni znano	5	-19	D	8,58
182	Sanpaolo IF/Banche RH		ni znano	5	-15,48	D	9,02
183	Sanpaolo IF/Euro breve termine R		ni znano	2	2,45	O	3,85
184	Sanpaolo IF/Euro lungo termine R		ni znano	2	-1,69	O	1,52
185	Sanpaolo IF/Euro medio termine R		ni znano	2	1,83	O	2,44
186	Sanpaolo IF/Euro R		ni znano	4	6,77	D	55,59
187	Sanpaolo IF/Giappone R		ni znano	4	-17,38	D	12,26
188	Sanpaolo IF/Giappone RH		ni znano	4	-9,62	D	41,86
189	Sanpaolo IF/Amerika latina R	zelo visoko	5	5	32,86	D	173,61
190	Sanpaolo IF/North America RH	srednje	3	3	4,8	D	18,57
191	Sanpaolo IF/North America R	srednje	3	3	-1,41	D	19,7
192	Sanpaolo IF/Oceania RH	srednje	3	3	18,59	D	61,87
193	Sanpaolo IF/Oceania R	visoko	4	4	17,11	D	77,14
194	Sanpaolo IF/Pharma RH	srednje	3	3	0,72	D	15,66
195	Sanpaolo IF/Pharma R	srednje	3	3	-5,5	D	12,97
196	Sanpaolo IF/Small Cap Europa R	srednje	3	3	-6,39	D	57,65
197	Sanpaolo IF/Paesi Em.E..M.O..AF.R		ni znano	5	18,44	D	103,77
198	Sanpaolo IF/Emergenti Asia R		ni znano	5	23,65	D	108,18
199	Sanpaolo IF/Valore Liquidita R		ni znano	1	2,94	DEN	6,21
200	Sanpaolo IF/Telecomunicazioni RH	zelo visoko	5	5	11,92	D	30,36
201	Sanpaolo IF/Telecomunicazioni R	srednje	3	3	7,91	D	29,12
202	SGAM/Bonds Euro Inflation Linked	2 od 5	2	2	1,44	O	1,84
203	SGAM/B.Europe Asset Backed Securities		ni znano	2	-5,74	O	-1,41
204	SGAM/Bonds CHF	2 od 5	2	2	-2,33	O	-1,62
205	SGAM/Bonds Converging Europe	3 od 5	3	3	5,36	O	20,82
206	SGAM/Bonds Europe High Yield	3 od 5	3	3	-2,91	O	10,05
207	SGAM/Bonds Euro	2 od 5	2	2	0,21	O	3,05
208	SGAM/Bonds EURO Corporate	3 od 5	3	3	-1,24	O	1,22
209	SGAM/Bonds EURO High TE	2 od 5	2	2	0,09	O	3,27
210	SGAM/Bonds Europe	2 od 5	2	2	-0,68	O	3,12
211	SGAM/Bonds World	2 od 5	2	2	8,81	O	3,88
212	SGAM/Bonds Absolute Return IR		ni znano	2		O	
213	SGAM/Bonds Us oport. Core + A	2 od 5	2	2		O	
214	SGAM/Bonds US Mortgage Backed	2 od 5	2	2	3,02	O	9,28
215	SGAM/Equities APDS	5 od 5	5	5	44,85	D	
216	SGAM/Equities China	5 od 5	5	5	61,85	D	227,88
217	SGAM/Equities Continental Europe	4 od 5	4	4	0	D	
218	SGAM/Equities Eastern Europe	5 od 5	5	5	16,2	D	129,65
219	SGAM/Equities Euroland Cyclical	4 od 5	4	4	15,85	D	67,96
220	SGAM/Equities Euroland Financial	4 od 5	4	4	-10,28	D	37,43
221	SGAM/Equities Euroland Mid Cap	5 od 5	5	5	-7,08	D	39,76
222	SGAM/Equities Euroland Opportunities	5 od 5	5	5	-1,43	D	42,18
223	SGAM/Equities Euroland Small Cap	5 od 5	5	5	-6,21	D	64,17
224	SGAM/Equities Euroland	4 od 5	4	4	2,55	D	46,86
225	SGAM/Equities Global	4 od 5	4	4	5,91	D	36,73

Zap. št.	IME SKLADA	Originalno tveganje	Kodirano tveganje	Tveganje lastne ocene	Donosnost 12 m	Vrsta skladov	Donosnost 36 m
226	SGAM/Equities Global Emerging Countries	5 od 5	5	5	35,6	D	121,43
227	SGAM/Equities Global Energy	5 od 5	5	5	34,29	D	
228	SGAM/Equities Global Resources	5 od 5	5	5	33,93	D	
229	SGAM/Equities Global Technology	5 od 5	5	5	2,97	D	16,01
230	SGAM/Equities Gold Mines	5 od 5	5	5	8,89	D	104,19
231	SGAM/Equities India	5 od 5	5	5	66,04	D	
232	SGAM/Equities Japan Target	5 od 5	5	5	-11,34	D	8,62
233	SGAM/Equities Luxury & Lifestyle	4 od 5	4	4	8,41	D	
234	SGAM/Equities Switzerland		ni znano	4	0,3	D	54,27
235	SGAM/Equities Us Mid Cap Growth	5 od 5	5	5	29,42	D	42,61
236	SGAM/Equities UK	4 od 5	4	4	-3,78	D	25,41
237	SGAM/Equities US Concentrated Core	5 od 5	5	5	12,77	D	7,18
238	SGAM/Equities US Rel. Value	4 od 5	4	4	-3,4	D	18,04
239	SGAM/Equities Latin America	5 od 5	5	5		D	
240	SGAM/Equities US Multi Strategies	4 od 5	4	4	5,63	D	15,51
241	SGAM/Equities US Small Cap Value	5 od 5	5	5	-2,93	D	10,7
242	SGAM/Equities US Value Opport.		ni znano	5	-3,25	D	4,05
243	SGAM/US Large Cap Growth		ni znano	4	13,14	D	16,96
244	SGAM Equities/Japan Conc. Growth	4 od 5	4	4	-12,43	D	
245	SGAM Equities/Japan Conc. Value		ni znano	4	-17,43	D	22,04
246	SGAM Equities/Japan Small Cap	5 od 5	5	5	-29,74	D	-20,41
247	SGAM/Money Market Euro	1 od 5	1	1	3,77	DEN	8,23
248	SGAM/Money Market USD	1 od 5	1	1	4,93	DEN	12,92
249	SGAM Fund/Index Euroland Plus	4 od 5	4	4	8,86	D	59,43
250	SGAM Fund/Index Euroland	4 od 5	4	4	8,26	I	56,44
251	SGAM Fund/Index Japan	4 od 5	4	4	-12,17	I	31,29
252	SGAM Fund/Index US	4 od 5	4	4	6,76	I	26,93
253	SGAM Fund/Index US Plus	4 od 5	4	4		D	
254	VB Invest/VB-Amerika Invest	zelo visoko	5	5	-7,73	D	4,36
255	VB Invest/VB- Corporate Bond Fund	nizko	1	1	0,05	O	1,1
256	VB Invest/VB- Dividend Invest	srednje	3	3	3,08	D	14,63
257	VB Invest/VB- Europa Invest	visoko	4	4	-4,63	D	15,54
258	VB Invest/VB-Europa Rentenfonds	nizko	1	1	-0,3	O	1,28
259	VB Invest/VB- GoEast-Bond	ni znano	ni znano	3	4,87	O	
260	VB Invest/VB- GoEast Invest	ni znano	ni znano	5	15,59	D	
261	VB Invest/VB- Modern Times	visoko	4	4	4,82	D	10,08
262	VB Invest/VB- Pacifik Invest	zelo visoko	5	5	13,34	D	20,29
263	VB Invest/VB- Smile	nizko	1	1	-1,59	M	3,77

Legenda:

- D: delniški
- O: obvezniški
- M: mešani
- GAR: garantirani
- I: indeksni
- SS: skladi skladov
- DEN: denarni