

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA STROŠKOV POSLOVANJA SLOVENSКИH DELNIŠKIH  
VZAJEMNIH SKLADOV V OBDOBJU 2007 - 2011**

Ljubljana, november 2013

FABJANA LEBAN

## IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Fabjana Leban, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Analiza stroškov poslovanja slovenskih delniških vzajemnih skladov v obdobju 2007 - 2011, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Alešem Skok Berkom.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur.l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
  - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
  - pridobila vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisala;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur.l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis avtorice: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 INVESTICIJSKI SKLADI</b> .....	<b>3</b>
1.1 Zgodovina investicijskih skladov .....	3
1.2 Zakonska ureditev investicijskih skladov v Sloveniji .....	7
1.2.1 Družba za upravljanje.....	8
1.2.2 Skrbnik premoženja investicijskega sklada.....	10
1.3 Delitev investicijskih skladov .....	11
1.3.1 Vzajemni sklad.....	12
1.3.1.1 Delitev vzajemnih skladov glede na sestavo naložb.....	16
1.3.1.2 Delitev vzajemnih skladov glede na naložbeni cilj.....	18
1.3.1.3 Ostale oblike vzajemnih skladov na slovenskem trgu .....	19
1.3.2 Investicijske družbe.....	20
1.4 Davčni vidik investiranja v vzajemne sklade.....	20
<b>2 TVEGANJE IN DONOSNOST VZAJEMNEGA SKLADA</b> .....	<b>22</b>
2.1 Tveganje.....	22
2.1.1 Vrste tveganj pri poslovanju vzajemnega sklada .....	25
2.1.2 Sintetični kazalnik tveganja in donosa .....	26
2.2 Donosnost.....	28
<b>3 STROŠKI VARČEVANJA V VZAJEMNIH SKLADIH</b> .....	<b>30</b>
3.1 Vrste stroškov.....	30
3.2 Kazalnik TER.....	31
3.3 Vpliv stroškov na donosnost .....	35
<b>4 UPRAVLJANJE VZAJEMNEGA SKLADA</b> .....	<b>38</b>
4.1 Stopnja obrata naložb .....	38
<b>5 EMPIRIČNA RAZISKAVA STROŠKOV</b> .....	<b>41</b>
<b>SKLEP</b> .....	<b>56</b>
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....	<b>58</b>

## KAZALO SLIK

Slika 1: Gibanje skupnega števila vlagateljev v vzajemne sklade na zadnji dan posameznega leta, v obdobju od 2000 do 2012 .....	5
Slika 2: Čista vrednost sredstev vseh vzajemnih skladov na zadnji dan leta, v obdobju od 2000 do 2012 (v mio EUR).....	6
Slika 3: Tržni deleži posameznih družb za upravljanje na dan 31. 12. 2011 in 31. 12. 2012, merjeni z obsegom čiste vrednosti sredstev v upravljanju.....	9
Slika 4: Grafični prikaz trgovanja z vzajemnim skladom .....	13
Slika 5: Prikaz naložb po tveganju .....	22
Slika 6: Nihajnost izbranih vzajemnih skladov za obdobje od 1. 1. 2012 do 31. 12. 2012 ...	23
Slika 7: Grafični prikaz sintetičnega kazalnika tveganja in donosa.....	27
Slika 8: Prikaz povprečnega kazalnika TER za slovenske vzajemne sklade, v obdobju od 2008 do 2012.....	33
Slika 9: Vpliv stroškov na donos vzajemnega sklada .....	35
Slika 10: Gibanje vrednosti enote premoženja pri različnih vstopnih in upravljavskih provizijah.....	36
Slika 11: Prikaz povprečnega kazalnika PTR za slovenske vzajemne sklade, v obdobju od 2008 do 2011 .....	41
Slika 12: Razsevni diagram med obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti in relativnimi stroški v zvezi s trgovanjem .....	46
Slika 13: Razsevni diagram med kazalnikoma PTR, izračunanima po direktivi UCITS III in po ameriški zakonodaji .....	49
Slika 14: Razsevni diagram med kazalnikoma PTR, izračunanima po direktivi UCITS III, in relativnim obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti.....	51
Slika 15: Razsevni diagram med kazalnikoma PTR, izračunanima po ameriški zakonodaji, in relativnim obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti.....	52
Slika 16: Razsevni diagram med kazalnikom PTR, izračunanim po direktivi UCITS III, in višino transakcijskih stroškov .....	55
Slika 17: Razsevni diagram med kazalnikoma PTR, izračunanima po ameriški zakonodaji, in višino transakcijskih stroškov .....	55

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Seznam družb za upravljanje na dan 31. 12. 2012, ki jim je ATVP izdala dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov.....	8
Tabela 2: Seznam bank na dan 31. 12. 2012, ki jim je Banka Slovenije izdala dovoljenje za opravljanje skrbniških storitev po zakonu, ki ureja investicijske sklade in družbe za upravljanje .....	11
Tabela 3: Najvišji odstotki odstopanja med pravilno in napačno čisto vrednostjo sredstev, da se odstopanje šteje kot napaka.....	14
Tabela 4: Delež posameznih vrst vzajemnih skladov v Sloveniji glede na zbrana sredstva..	17
Tabela 5: Delež posameznih vrst vzajemnih skladov v Evropski uniji glede na sredstva.....	17
Tabela 6: Kategorije tveganja glede na izračunani standardni odklon.....	27
Tabela 7: Najdonosnejši slovenski vzajemni skladi v letu 2012, merjeno po letni stopnji donosnosti.....	30
Tabela 8: Prikaz upravljalvske in skrbniške provizije ter izračunani TER, za obdobje 1. 1. 2012 - 31. 12. 2012.....	34
Tabela 9: Vpliv različnih višin stroškov na donos .....	37
Tabela 10: Stopnje obrata naložb za obdobje 1. 1. do 31. 12. 2011 (5 z najnižjo in 5 z najvišjo stopnjo).....	39
Tabela 11: Hipotetični primer izračuna kazalnika PTR.....	40
Tabela 12: Struktura naložb delniških vzajemnih skladov držav v razvoju, na dan 31. 12. 2011 .....	42
Tabela 13: Metoda enostavne linearne regresije obsega trgovanja s finančnimi instrumenti in višine relativnih odhodkov v zvezi s trgovanjem.....	44
Tabela 14: Metoda enostavne linearne regresije višine relativnih celotnih stroškov poslovanja in višine povprečne letne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada.....	47
Tabela 15: Metoda enostavne linearne regresije za PTR (UCITS III) in relativni obseg trgovanja s finančnimi instrumenti.....	49
Tabela 16: Metoda enostavne linearne regresije med PTR (ameriška zakonodaja) in obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti .....	50
Tabela 17: Metoda enostavne linearne regresije med PTR (UCITS III) in višino relativnih transakcijski stroškov .....	53
Tabela 18: Metoda enostavne linearne regresije med PTR (ameriška zakonodaja) in višino transakcijskih stroškov .....	54



## UVOD

Pred nastopom finančne krize je bilo vlaganje v vzajemne sklade zelo priljubljena oblika varčevanja, ki je bila v nenehnem porastu. Eden izmed razlogov je prav gotovo v tem, da vzajemni skladi omogočajo vlagateljem investiranje manjše količine denarja.

V letu 2012 so vzajemni skladi slovenskih družb za upravljanje, po podatkih Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), zabeležili negativen denarni tok v višini 109,5 milijona evrov. Odlive sredstev so beležile vse skupine vzajemnih skladov, največ delniški vzajemni skladi, iz katerih je bilo za dobrih 51 milijonov evrov izplačil. Zaradi pozitivne donosnosti se je višina sredstev v upravljanju sicer povečala za 1,07 odstotka.

Bili smo priča preoblikovanju in združevanju obstoječih vzajemnih skladov in umiku nekaterih skladov iz slovenskega trga. Trend združevanja vzajemnih skladov s podobno naložbeno politiko in s tem zmanjševanja operativnih stroškov družb za upravljanje se nadaljuje tudi v letu 2013. Vzrok je mogoče iskati v dejstvu, da je ta segment finančnega sektorja finančna kriza močno potisnila v proces racionalizacije stroškov poslovanja in tržne konsolidacije. Pri industriji vzajemnih skladov je namreč ključnega pomena prav ekonomija obsega, kar manjšim družbam za upravljanje vse bolj otežuje pozitivno poslovanje.

Pomemben element, ki ga mora vlagatelj upoštevati pri izbiri vzajemnega sklada, so stroški. Višina posameznega stroška se lahko med posameznimi tipi skladov in med družbami za upravljanje precej razlikuje.

V Evropi je uveljavljeno merilo za ugotavljanje stroškov iz upravljanja vzajemnih skladov višina kazalnika TER (angl. *total expense ratio*), ki prikazuje posredne stroške. Kazalnik celotnih stroškov poslovanja vključuje stroške upravljalvske in skrbniške provizije ter skoraj vse druge stroške, ki lahko po zakonu ali pravilih upravljanja bremenijo vzajemni sklad, z izjemo transakcijskih stroškov iz poslov s finančnimi instrumenti in njim primerljivih stroškov.

Velikost transakcijskih stroškov je delno odvisna od stopnje obrata naložb PTR (angl. *portfolio turnover rate*). Kazalnik PTR je pogosto zapostavljen s strani vlagateljev, vendar pa je pomemben pokazatelj strategije upravljanja, ki se jo poslužuje upravljavec. Nizek PTR kaže na pasivno politiko upravljanja, visok PTR pa na aktivno politiko upravljanja. PTR ima značilen vpliv na dva vidika uspešnosti naložb: na stroške upravljanja sklada in na realizacijo kapitalskih dobičkov. Večji kot je PTR, večji so transakcijski stroški sklada in višji delež celotnega donosa predstavljajo realizirani kapitalski dobički (Bogle, 1994, str. 80-81).

V svetu obstajata dva načina izračuna tega kazalnika. Zaradi enotnega poimenovanja kazalnika PTR v Evropi in Ameriki ter različne metodologije pri njegovem izračunu, sta podatek in njegova razlaga lahko za vlagatelja zavajajoča.

Z uveljavitvijo nove direktive UCITS IV je bila za investicijske sklade ukinjena obveznost objavljanja kazalnika PTR. V Sloveniji je obveznost prenehala s 1. januarjem 2012. Med razlogi, ki se navajajo, zakaj je bila sprejeta takšna odločitev, zasledimo, da je kazalnik PTR za razumevanje vlagateljem preveč zapleten in da je obstoječi PTR lahko predmet napačne razlage, saj je upravljavec sklada prisiljen kupovati ter prodajati finančne instrumente zaradi vplačil in izplačil iz vzajemnega sklada. To je precej ironično, saj naj bi zakonodaja spodbujala konkurenco na področju naložb v Evropski uniji in zagotovila standardizirane informacije, da bi lahko vlagatelji lažje sprejemali premišljene odločitve.

Kot drugi možen razlog pa se navaja dejstvo, da želi industrija vzajemnih skladov prikriti podatek zaradi navzkrižja interesov. V ozadju je vsekakor dobiček. Na eni strani upravljavci ponudijo nižjo provizijo za upravljanje in tako pritegnejo vlagatelje, manjko pa nadoknadijo s tem, da prekomerno kupujejo in prodajajo naložbe vzajemnega sklada ter tako dosegajo prihodke na račun posredniških provizij.

Če upravljavec vzajemnega sklada izvede pravilno alokacijo sredstev ob prilivu denarnih sredstev v sklad, lahko kasneje izvaja samo še popravke portfelja, ki nastanejo zaradi neugodnih tržnih razmer, kar pomeni, da visok PTR ni potreben in ni opravičljiv.

Empirične raziskave glede smiselnosti zasledovanja aktivnih naložbenih politik ponujajo različne sklepe. Na splošno pa velja, da so te bolj smiselne, če so finančni trgi manj učinkoviti in je mogoče s skrbno analizo izbrati podcenjena podjetja in za naložbene sloge, ki se osredotočajo na manjše delniške družbe in visoko rast (Berk, 2005, str. 26).

Osnovni namen in cilj magistrskega dela je proučiti poslovanje vzajemnih skladov z vidika neposrednih in posrednih stroškov ter prikaz vpliva in povezave med velikostjo sklada in celotnimi stroški vzajemnega sklada ter vpliv na višino transakcijskih stroškov glede na obseg trgovanja s finančnimi instrumenti. Analizirati želim tudi vpliv različne metodologije pri izračunu kazalnika PTR in njegovo povezavo z obsegom trgovanja ter višino transakcijskih stroškov.

Pri tem si bom postavila naslednje hipoteze:

- Vzajemni skladi, ki trgujejo z naložbami v večjem obsegu, dosegajo nižje relativne transakcijske stroške.
- Vzajemni skladi, ki imajo večji obseg čiste vrednosti sredstev, imajo nižje celotne stroške poslovanja, izražene v odstotku od povprečne letne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada.
- Povezava med obsegom trgovanja in kazalnikom PTR je večja pri izračunanem PTR po metodologiji ameriške zakonodaje kot po direktivi UCITS III.
- Povezava med transakcijskimi stroški in kazalnikom PTR je večja pri izračunanem PTR po metodologiji ameriške zakonodaje kot po direktivi UCITS III.



Metodološki prijemi izdelave magistrskega dela temeljijo na metodah teoretičnega in praktičnega raziskovanja. V pomoč so strokovna literatura tujih in domačih avtorjev, viri ter članki s področja investicijskih skladov ter lastno znanje in izkušnje, ki sem jih pridobila z večletnim delom na področju administrativnih storitev za investicijske sklade.

Magistrsko delo je sestavljeno iz petih poglavij, ki se delijo na podpoglavja obravnavane teme. Prvo poglavje je namenjeno osnovnim predstavitev investicijskih skladov, zgodovinskemu razvoju in njihovi zakonski ureditvi ter davčnemu vidiku investiranja v vzajemne sklade. V drugem poglavju so predstavljena tveganja, s katerimi se soočajo vzajemni skladi in vlagatelji, donosnost ter povezava med tveganjem in donosnostjo. Tretje poglavje je namenjeno stroškovnemu vidiku vlaganja v vzajemne sklade in različnim vrstam stroškov ter njihov vpliv na donosnost vzajemnega sklada. V četrtem poglavju so predstavljeni načini upravljanja vzajemnega sklada in različni metodologiji za izračun stopnje obrata naložb. Zadnje poglavje pa je namenjeno empirični analizi stroškov vzajemnih skladov, ki pretežni del zbranih sredstev nalagajo v lastniške vrednostne papirje s sedežem v državah visoko rastočih gospodarstev. Analiza je izvedena s pomočjo regresije.

## **1 INVESTICIJSKI SKLADI**

Investicijski sklad je institucija, ki združuje denarna sredstva velikega števila vlagateljev in jih zanje nalaga v različne vrednostne papirje v okviru investicijskih ciljev in politike, ki jih sklad vnaprej opredeli. Ključna razlika med neposrednim investiranjem v vrednostne papirje in nakupom enot premoženja ali delnic investicijskega sklada je, da se v slednjem primeru med vlagatelja in vrednostne papirje, s katerimi se trguje na trgu kapitala, postavi posrednik, ki je investicijski sklad oziroma njegov upravitelj. Ko namreč kupimo delnico investicijskega sklada, posredno postanemo sorazmeren lastnik vseh vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v lasti (Kleindienst, 2001, str. 437).

### **1.1 Zgodovina investicijskih skladov**

Prvi investicijski skladi naj bi se pojavili na Nizozemskem, njihov ustanovitelj pa naj bi bil kralj William 1, ki je leta 1822 ustanovil prvi investicijski sklad na svetu. Po prepričanju nekaterih pa začetek skladov sega v leto 1774 in v Amsterdam. Na Škotskem in v Angliji so se investicijski skladi pojavili v drugi polovici devetnajstega stoletja. Podobni so bili ameriškim zaprtim skladom (Fink, 2008, str. 8-9).

Po znanih podatkih se prvič omenja investicijski vzajemni sklad v letu 1868, ko so v takratni kolonialni Veliki Britaniji na ta način zbirali kapital za izgradnjo železniških povezav. Kasneje so delnice teh investicijskih skladov uvrstili na borzo, da so vlagatelji lahko kupovali in prodajali delež tovrstnih skladov. Kapital, zbran v skladih, ni bil več namenjen samo za izvajanje velikih projektov, ampak so z njim kupovali vrednostne papirje, predvsem delnice in obveznice drugih podjetij na borzi (Lubej, 2005, str. 28-29).

Ti skladi niso imeli svojega zaposlenega kadra, ampak so sklade vodile managerske organizacije ali pa fiskalni agenti. Prednost take organizacije je bila v nizkih stroških poslovanja in v istočasnem upravljanju več skladov (Fink, 2008, str. 8-9).

V evropskem prostoru je bila po investicijskem vlaganju v ospredju Francija, saj je z davčnimi olajšavami spodbujala državljane k tovrstnemu varčevanju. Nemško poslovanje se je vidno začelo razvijati šele v petdesetih letih prejšnjega stoletja in se je sredi sedemdesetih let močneje razširilo. V slovenskem prostoru je bilo pred drugo svetovno vojno kar nekaj vrednostnih papirjev podjetij. Najbolj so bile cenjene delnice takratnih premogovniških podjetij. Pojavili so se tudi investicijski skladi. To so bili skladi meščanskih pravic, ki so nastajali kot protiutež takratnemu nemškemu, češkemu, skratka tujemu kapitalu. Meščani, obrtniki so združevali svoj kapital z namenom, da bi konkurirali takratnemu tujemu kapitalu. Po družbenopolitičnih spremembah v devetdesetih letih smo spet dobili borzo, organiziran trg kapitala. S pojavom borze so bile dane nove možnosti za nastanek investicijskih družb (Balkovec, 2000, str. 172).

Začetek poslovanja investicijskih skladov v Sloveniji sega v leto 1992, ko se je pojavil prvi vzajemni sklad, imenovan Galileo, ki ga je ustanovila Kmečka družba. Sklad še vedno posluje in je danes med največjimi po obsegu vrednostnih sredstev v vzajemnih skladih v Sloveniji. Konkurenco je dobil šele konec leta 1992, ko se mu je pridružil vzajemni sklad LBM Piramida pod upravljanjem LB Maksime (Žnidaršič Krajnc, 1999, str. 109). V naslednjem letu so bili ustanovljeni še trije vzajemni skladi, v letu 1994 pa jih je bilo ustanovljenih še osem.

V letu 1994 sta bila sprejeta dva zakona, ki sta postavila pravni okvir za delovanje družb za upravljanje in vzajemnih skladov. Tako je 13. marca 1994 začel veljati Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Ur.l. RS, št. 6/1994), istega dne je bila ustanovljena tudi Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki ima nalogo nadzora nad ustanavljanjem vzajemnih skladov in delovanjem družb za upravljanje. Istega dne je začel veljati tudi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št. 6/1994), ki določa pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter načine njihovega delovanja. V skladu s tem zakonom so morali vsi vzajemni skladi po 1. januarju 1995 preiti v upravljanje družb za upravljanje. S to zahtevo in preostalimi pogoji ter obvezami, ki jih je prinašal Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, so mnoge borzne hiše opustile idejo o upravljanju vzajemnih skladov, ker z vidika ekonomskega interesa borzne hiše realizirajo več prihodkov s klasičnim svetovanjem, predvsem pa z individualnim upravljanjem premoženja. Pri tem se namreč (Žnidaršič Kranjc, 1999, 109-110):

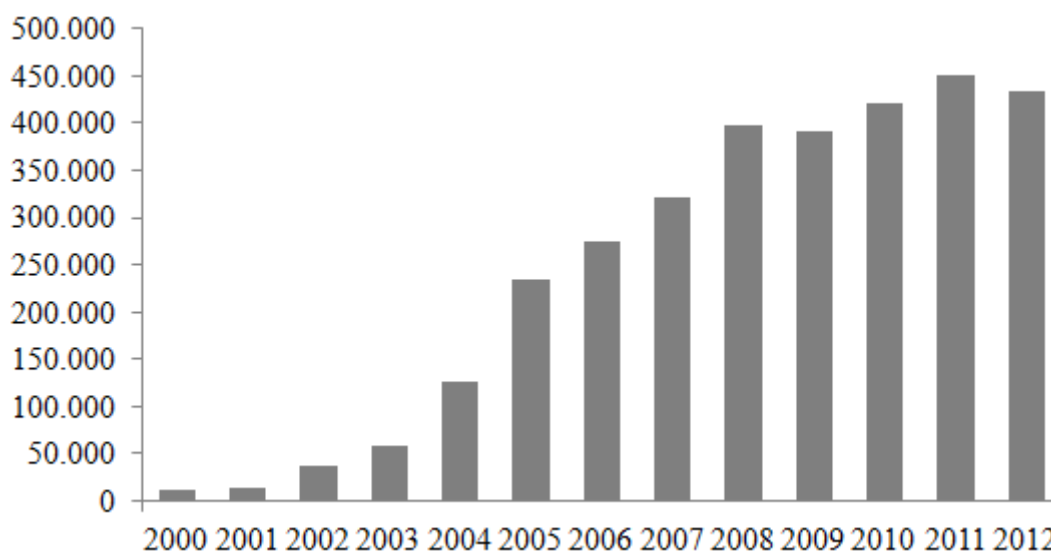
- izognejo določbam Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje v zvezi s strukturo naložb;
- temeljno odločitev o tveganosti portfelja oziroma o naložbeni politiki prenesejo na stranko;

- zaslužijo več kot z vstopno provizijo, saj znotraj obračanja premoženja zaračunavajo še borzno posredniško provizijo, ki znaša običajno najmanj 0,5 odstotka ali več;
- realizirajo prihodke iz naslova delitve dobička v določenem deležu, pri čemer seveda ne jamčijo za njegov dejanski nastanek;
- izognejo se obvezi po dnevem vrednotenju in obveščanju o vrednosti portfelja.

Občutno povečanje števila vlagateljev v vzajemne sklade se je začelo po letu 2003. Povečanje se lahko pripiše takratnim donosnim naložbam na ljubljanski borzi in spremembi varčevalnih navad vlagateljev, ki so prihranke selili iz nizko donosnih bančnih vlog v donosnejše vzajemne sklade. Takšen trend je veljal vse do konca leta 2007, nato pa smo bili priča globoki gospodarsko finančni krizi, ki je spremenila pogled na varčevanje.

Pomemben delež pri številu vlagateljev imajo tudi investicijske družbe, ki so se morale skladno z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) preoblikovati v vzajemni sklad.

*Slika 1: Gibanje skupnega števila vlagateljev v vzajemne sklade na zadnji dan posameznega leta, v obdobju od 2000 do 2012*



*Vir: ATVP, Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001, 2002; ATVP, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2003, 2004; ATVP, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2005, 2006; ATVP, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2007, 2008; ATVP, Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2012, 2013.*

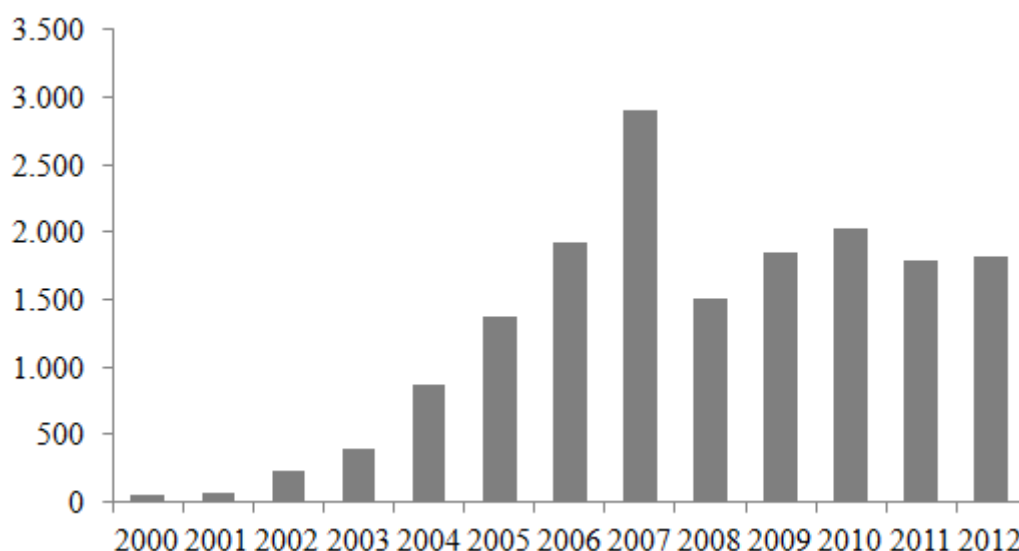
Na Sliki 1 je prikazano gibanje števila vlagateljev v vzajemne sklade v upravljanju domačih družb za upravljanje od decembra 2000 do decembra 2012. Število vlagateljev je ob koncu leta 2012 znašalo 432.864, kar predstavlja 4,2-odstotni padec glede na leto poprej. Koncentracija vlagateljev pa se je v primerjavi z letom 2011 povečala, saj je bilo konec leta 2012 v treh vzajemnih skladih, merjeno z višino čiste vrednosti sredstev, 20,4 odstotka vseh

vlagateljev (18,4 odstotka v letu 2011), kar je posledica združevanja podskladov oziroma vzajemnih skladov (ATVP, 2013, str. 25).

Konec leta 2012 je povprečna vrednost sredstev v vzajemnih skladih na prebivalca Slovenije znašala približno 890 evrov, kar je za 1,1 odstotka več kot leta 2011. V istem obdobju je povprečna vrednost sredstev na prebivalca v Evropski uniji znašala približno 12.500 evrov, kar je za 11,6 odstotka več kot leta 2011 (ATVP, 2013, str. 25).

Zaradi večanja števila vlagateljev in ugodnih tržnih razmer je tudi obseg čiste vrednosti sredstev v vzajemnih skladih do leta 2007 naraščal. Čista vrednost sredstev odraža vrednost vseh sredstev sklada po tržnih cenah, zmanjšano za tržno vrednost obveznosti sklada, kar v bistvu pomeni knjigovodsko vrednost premoženja vzajemnega sklada.

*Slika 2: Čista vrednost sredstev vseh vzajemnih skladov na zadnji dan leta, v obdobju od 2000 do 2012 (v mio EUR)*



*Vir: ATVP, Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001, 2002; ATVP, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2003, 2004; ATVP, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2005, 2006; ATVP, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2007, 2008; ATVP, Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2012, 2013.*

Na Sliki 2 je prikazano gibanje čiste vrednosti sredstev vzajemnih skladov v upravljanju domačih družb za upravljanje od decembra 2000 do decembra 2012. Obseg čiste vrednosti sredstev se je po padcu za 11,8 odstotka v letu 2011 povečal za 1,6 odstotka in je tako konec leta 2012 znašal 1,817 milijarde evrov. Tako so se sredstva v upravljanju slovenskih upravljavcev v letu 2012 povečala za 19,4 milijona evrov, kljub visokim neto odlivom, ki so znašali 109,5 milijona evrov. Razlog za to povečanje gre iskati v pozitivnem gibanju finančnih trgov in posledično povečanju vrednosti naložb (ATVP, 2013, str. 23).

Z vidika finančnih institucij, ki ponujajo svoje storitve gospodinjstvom, je rast vzajemnih skladov opredeljena z več dejavniki (Deepti, Klapper, Sulla, & Vitas, 2004):

- prvi in najpomembnejši dejavnik je raven dohodka in bogastva rezidentov posamezne države. Investiranje v vzajemne sklade se podobno kot nakup življenjskega zavarovanja in pokojninskega varčevanja šteje za prestižno dobrino s pozitivno dohodkovno elastičnostjo;
- dostopnost substitutov in komplementarnih dobrin vpliva na rast sredstev v vzajemnih skladih. Nepremičnine so daljni substitut vzajemnih skladov, gospodinjstva imajo del premoženja v bančnih depozitih;
- delnice, obveznice in pogodbeno varčevanje (police življenjskega zavarovanja in pokojninski načrti) kot bližnji substitut igrajo dvojno vlogo. Z vidika posameznega vlagatelja je povpraševanje po vzajemnih skladih odvisno od stroškovne učinkovitosti, diverzifikacije in kakovosti upravljanja. Agregatna raven postavi vzajemne sklade z vrednostnimi papirji v položaj komplementarne dobrine. Naraščajoča tendenca zavarovalnic in pokojninskih družb je, da nudijo produkte, vezane na vzajemne sklade, kar komplementarnost samo še povečuje;
- regulacija pokojninskih skladov in zavarovalnic ima močan vpliv na rast vzajemnih skladov. Vpliv je manjši v tistih državah, kjer so pokojninski skladi in zavarovalnice dolžne investirati v državne obveznice. Posledično je vpliv veliko večji tam, kjer imajo institucionalni vlagatelji proste roke;
- davčna zakonodaja vpliva na investicijske odločitve posameznikov. Ponekod je vlaganje v vzajemne sklade deležno posebnih davčnih olajšav. Na povpraševanje vpliva vrsta posrednih davkov, ki so vezani na ostale finančne instrumente, medtem ko so vzajemni skladi iz obdavčitve izvzeti. Primer sta ZDA in Francija, kjer je stroga zakonodaja o obrestni meri za vloge na vpogled pripeljala do pomembnega deleža skladov denarnega trga;
- vzpon informacijske tehnologije, zniževanje stroškov vzdrževanja baz podatkov in možnost velikega števila opravljenih transakcij je postavilo vzajemne sklade v zelo konkurenčen položaj v primerjavi z bankami.

## **1.2 Zakonska ureditev investicijskih skladov v Sloveniji**

Investicijski skladi so v slovenski zakonodaji urejeni z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št 77/2011, v nadaljevanju ZISDU-2). Ustanavljajo se z namenom javnega zbiranja denarnih sredstev in nalaganjem tako zbranih sredstev v različne oblike naložb. Za nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje in pravilno poslovanje investicijskega sklada, ki mora biti usklajeno z zakonom in pravili upravljanja, je zadolžena Agencija za trg vrednostnih papirjev.

V skladu z ZISDU-2 se v Sloveniji lahko ustanovi:

- vzajemni sklad, ki je odprti investicijski sklad, katerega enote je mogoče na zahtevo imetnika izplačati iz sredstev sklada;
- krovni sklad;
- alternativni sklad;
- investicijsko družbo, ki je zaprti investicijski sklad, organiziran kot delniška družba, katere osnovni kapital je razdeljen na delnice istega razreda, ki so prosto prenosljive in s katerimi se trguje na organiziranem trgu.

### 1.2.1 Družba za upravljanje

Storitve upravljanja investicijskih skladov, na podlagi dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev, opravlja lahko le družba za upravljanje, ki je pravna oseba, organizirana kot delniška družba, evropska delniška družba ali družba z omejeno odgovornostjo. Lastniki družbe za upravljanje morajo, še pred vpisom družbe v sodni register, pridobi dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov.

Agencija za trg vrednostnih papirjev v skladu s 105. členom ZISDU-2 vodi register dovoljenj za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov, v katerega se vpisujejo vse družbe za upravljanje, katerim je izdala dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov.

*Tabela 1: Seznam družb za upravljanje na dan 31. 12. 2012, ki jim je ATVP izdala dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov*

Zap. št.	Družba za upravljanje	Vrednost kapitala	Št. VS v upravljanju	ČVS (v EUR)
1.	Triglav Skladi, d. o. o.	22.491.269	17	472.676.688
2.	Infond, d. o. o.	13.260.039	18	258.243.407
3.	Primorski Skladi, d. d., Koper	6.866.573	4	49.386.853
4.	KD Skladi, d. o. o.	4.614.615	18	368.320.909
5.	NLB Skladi, d. o. o.	4.419.225	15	297.737.162
6.	Alta Skladi, d. d.	3.387.321	20	158.549.509
7.	Ilirika DZU, d. o. o., Ljubljana	1.062.973	14	45.151.675
8.	NFD, d. o. o.	917.794	9	99.310.111
9.	Abanka Skladi, d. o. o.	895.139	12	51.305.912
10.	Perspektiva DZU, d. o. o.	855.233	7	16.702.970

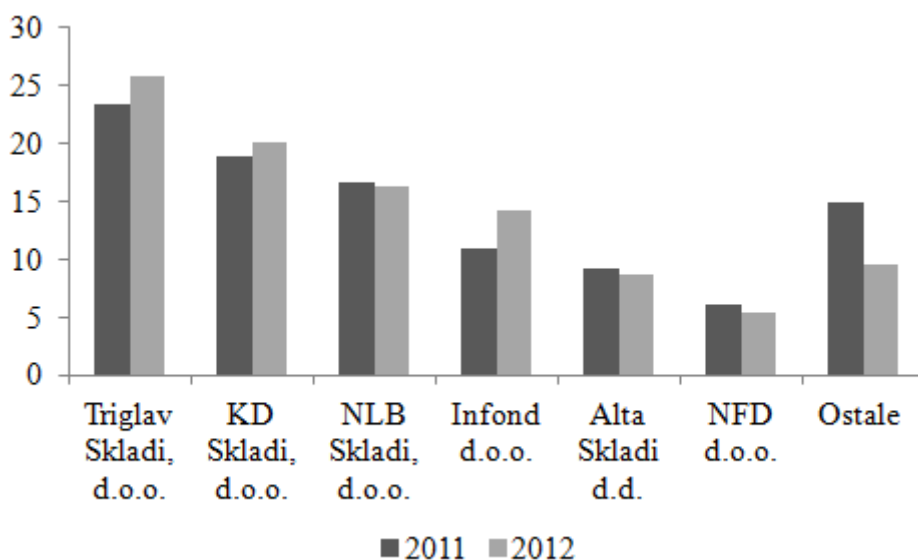
*Vir: Abanka skladi, Letno poročilo, 2013; ALTA skladi, Revidirano letno poročilo za leto 2012, 2013; Ilirika DZU, Letno poročilo, 2013; Infond, Letno poročilo 2012, 2013; KD Skladi, Letno poročilo, 2013a; NFD, Letno poročilo za poslovno leto, ki se je končalo 31. 12. 2012, 2013; NLB Skladi, Letno poročilo 2012, 2013; Perspektiva DZU, Letno poročilo 2012, 2013; Primorski skladi, Letno poročilo o poslovanju v letu 2012, 2013; Triglav skladi, Letno poročilo 2012, 2013.*

Zaradi racionalizacije poslovanja poteka vedno več združitvev družb za upravljanje. V letu 2011 je družba KBM Infond, d. d., prevzela upravljanje vzajemnih skladov Krekove družbe za upravljanje, ter v začetku leta 2012 še vzajemne sklade Probanka upravljanje, d. o. o., Alta Skladi, d. d., pa so prevzeli upravljanje vzajemnih skladov DUS Krone. V letu 2013 bo po izpolnitvi odločnih pogojev, ki so vezani na pridobitev dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev, opravljen prenos upravljanja podskladov Krovnega sklada Abanka Skladi na družbo Triglav Skladi, d. o. o.

V letu 2012 sta bila ustanovljena dva nova domača vzajemna sklada, osem vzajemnih skladov je prenehalo delovati oziroma so bili pripojeni k drugim podskladom krovnih skladov. Na trgu vzajemnih skladov poteka konsolidacija velikega števila podskladov zaradi racionaliziranja poslovanja družb za upravljanje, pa tudi zaradi optimiranja ponudbe podskladov glede na njihove osnovne naložbene cilje in politike ter povečanja učinkovitosti upravljanja njihovih portfeljev (Banka Slovenije, 2013a, str. 117).

Veliko število vzajemnih skladov sicer povečuje možnost izbire, ki jo imajo na razpolago vlagatelji, vendar zmanjšuje preglednost trga in hkrati zahteva njihovo večjo informiranost pri odločitvah.

*Slika 3: Tržni deleži posameznih družb za upravljanje na dan 31. 12. 2011 in 31. 12. 2012, merjeni z obsegom čiste vrednosti sredstev v upravljanju*



*Vir: Abanka skladi, Letno poročilo, 2013; ALTA skladi, Revidirano letno poročilo za leto 2012, 2013; Ilirika DZU, Letno poročilo, 2013; Infond, Letno poročilo 2012, 2013; KD Skladi, Letno poročilo, 2013a; NFD, Letno poročilo za poslovno leto, ki se je končalo 31. 12. 2012, 2013; NLB Skladi, Letno poročilo 2012, 2013; Perspektiva DZU, Letno poročilo 2012, 2013; Primorski skladi, Letno poročilo o poslovanju v letu 2012, 2013; Triglav skladi, Letno poročilo 2012, 2013.*

Storitve upravljanja investicijskih skladov obsegajo (ZISDU-2, Ur.l. RS, št. 77/2011, 102. člen):

- upravljanje premoženja;
- administrativne storitve, povezane s poslovanjem investicijskega sklada, kamor spadajo pravne storitve in vodenje poslovnih knjig ter sestavljanje poslovnih poročil, odnosi z vlagatelji v investicijski sklad, vrednotenje sredstev in obveznosti ter izračunavanje vrednosti enote, pregled usklajenosti z zakonskimi in podzakonskimi zahtevami, vodenje evidence imetnikov enot investicijskega sklada in drugih evidenc, delitev dobička oziroma prihodkov, administrativne storitve, povezane z vplačili in izplačili enot investicijskega sklada, obračun in poravnave po pogodbah ter razpošiljanje potrdil o lastništvu enot, hramba dokumentacije in druge administrativne zadeve, povezane z delovanjem investicijskega sklada;
- trženje enot investicijskega sklada.

Upravljanje premoženja investicijskega sklada mora potekati tako, da so naložbe investicijskega sklada usklajene z zakonskimi zahtevami in pravili upravljanja oziroma statutom investicijskega sklada.

Zaradi zaščite interesov vlagateljev družba za upravljanje za račun investicijskega sklada, ki ga upravlja, ne sme sklepati poslov nakupa in prodaje oziroma drugih poslov, katerih predmet so naložbe investicijskega sklada (ZISDU-2, Ur.l. RS, št. 77/2011, 170. člen):

- za svoj račun;
- za račun drugega investicijskega sklada, ki ga upravlja;
- z osebami, ki so upravljavsko, kapitalsko ali kako drugače povezane z družbo za upravljanje na način, da zaradi navedenih povezav skupno oblikujejo poslovno politiko in delujejo usklajeno z namenom doseganja skupnih ciljev;
- s skrbnikom, ki za investicijski sklad opravlja skrbniške storitve;
- z osebami, ki so s skrbnikom v tesni povezanosti, pri katerem so dve ali več fizičnih ali pravnih oseb povezane z obvladovanjem, ali na način, da vse obvladuje ista tretja oseba.

### **1.2.2 Skrbnik premoženja investicijskega sklada**

Začetek na področju skrbništva je v slovenskem prostoru pomenilo sprejetje Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št. 110/2002), ki je določal, da morajo imeti vsi skladi skrbnika oziroma institucijo, ki zagotavlja dodatno varovanje interesov vlagateljev.

Premoženje investicijskega sklada mora biti zaupano v hrambo skrbniku, ki na podlagi skrbniške pogodbe za račun investicijskega sklada (ZISDU-2, Ur.l. RS, št. 77/2011, 174. člen):



- opravlja storitve vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev in storitve hrambe vrednostnih papirjev;
- vodi poseben denarni račun in zagotavlja, da se v breme tega računa opravljajo samo izplačila, ki jih je v pravilih upravljanja oziroma statutu investicijskega sklada dovoljeno opraviti v breme premoženja investicijskega sklada;
- zagotavlja, da se obveznosti iz poslov opravijo v običajnih poslovnih rokih;
- zagotovi, da se čista vrednost sredstev in vrednost sredstev na enoto premoženja izračunavata v skladu z zakonom, podzakonskimi predpisi in pravili upravljanja oziroma statutom investicijskega sklada;
- zagotovi, da se prihodek investicijskega sklada uporabi zakonsko pravilno;
- zagotovi, da prodaja, izdaja, odkup, izplačilo in začasna oziroma delna zaustavitev ponovnega nakupa ali odkupa enot investicijskega sklada poteka v skladu z določbami zakona in pravili upravljanja oziroma statutom.

Skrbniške storitve lahko opravlja le banka, ki ima dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških storitev. Skrbnik in družba za upravljanje morata ravnati neodvisno drug od drugega, vendar na način, da zagotavljata največje koristi imetnikom enot investicijskega sklada.

*Tabela 2: Seznam bank na dan 31. 12. 2012, ki jim je Banka Slovenije izdala dovoljenje za opravljanje skrbniških storitev po zakonu, ki ureja investicijske sklade in družbe za upravljanje*

<b>Zap. št.</b>	<b>Banka</b>	<b>Št. VS v skrbništvu</b>
1.	Abanka Vipava, d. d.	76
2.	Banka Koper, d. d.	33
3.	Nova Ljubljanska banka, d. d., Ljubljana	25
4.	UniCredit Banka Slovenija, d. d.	0

*Vir: Banka Slovenije, Bilten, 2013.*

### **1.3 Delitev investicijskih skladov**

Če izhajamo iz bilance stanja investicijskih skladov, je osnovna delitev glede na postavke na pasivni strani sklada; tako ločimo odprte in zaprte investicijske sklade. Druge delitve se nanašajo na aktivno stran bilance sklada, to je na vrste investicij, ki jih sklad ima. Skladi se tako ločijo po tveganju in donosnosti (Mramor, 2000, str. 90).

Glede na pasivno stran (obveznosti sklada) delimo sklade na:

- vzajemne sklade in
- investicijske družbe.

### 1.3.1 Vzajemni sklad

Vzajemni skladi so odprti skladi (angl. *open-end investment companies* ali *mutual funds*). Pri tej vrsti skladov so na pasivni strani sklada kuponi oziroma vloge, ki so po svojih značilnostih nekoliko podobne bančnim depozitom. V nasprotju z depoziti, ki imajo nominalno trdno vrednost, je vrednost enot sklada določena z vrednostjo sredstev na aktivni strani bilance sklada. Cene so enake ali blizu čisti vrednosti sredstev (angl. *net asset value*) sklada na delnico. Vlagatelj lahko kadarkoli zahteva, da mu investicijski sklad odkupi njegov investicijski kupon oziroma drugi vrednostni papir, v katerem so izražene pravice do sklada. Pri vzajemnem skladu se velikost bilance nenehno spreminja, odvisno od števila vstopov in izstopov iz sklada. Regulatorji trga kapitala običajno predpišejo, kakšna je najmanjša dovoljena velikost sklada – če pade pod to mejo, se sklad na neki način dokapitalizira, združi ali likvidira (Mramor, 2000, str. 90).

Po trenutno veljavni zakonodaji se v primeru, da čista vrednost sredstev vzajemnega sklada v štirih mesecih od dneva, ko je družba za upravljanje prejela odločbo Agencije za trg vrednostnih papirjev o dovoljenju za upravljanje vzajemnega sklada, ne doseže 100.000 evrov, ali če se čista vrednost sredstev zniža pod 100.000 evrov in v nadaljnjih 30. dneh ponovno ne doseže 100.000 evrov, mora opraviti likvidacija vzajemnega sklada.

Vzajemni skladi so finančni posredniki, ki zbirajo prihranke številnih malih vlagateljev tako, da varčevalci kupijo njihove delnice oziroma kupone. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake majhne enote in ker sklad kupuje veliko število vrednostnih papirjev, lahko izkoristi popust pri borzno-posredniški proviziji. Majhnemu vlagatelju prinašajo nižje transakcijske stroške pri nakupu vrednostnih papirjev in nižje tveganje diverzifikacije portfelja (Mishkin, 2004, str. 325).

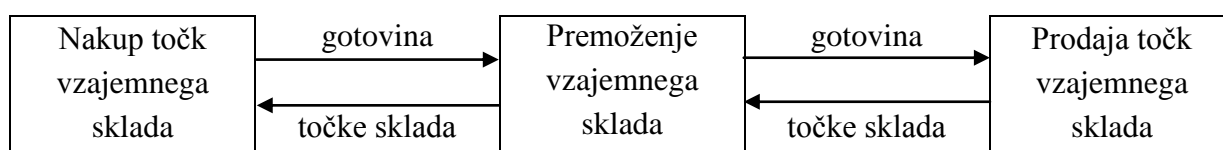
Vzajemni skladi skrbijo za preglednost poslovanja z dnevnim izračunavanjem in objavljanjem čiste vrednosti sredstev, z objavo letnih, polletnih, četrletnih in ponekod tudi mesečnih podatkov v časopisih, brošurah in na spletu ter s klicnimi centri za pomoč in svetovanje vlagateljem (Pozen, 1999, str. 18).

V skladu z ZISDU-2 lahko v Sloveniji vzajemni sklad oblikuje samo družba za upravljanje tako, da sprejme pravila upravljanja, s skrbnikom sklene pogodbo o opravljanju skrbniških storitev in pridobi dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za upravljanje vzajemnega sklada.

Premoženje vzajemnega sklada je ločeno od premoženja družbe za upravljanje in z vplačilom v vzajemni sklad postane vlagatelj imetnik investicijskega kupona tega vzajemnega sklada.

Na Sliki 4 je prikazan grafični prikaz trgovanja z vzajemnim skladom.

Slika 4: Grafični prikaz trgovanja z vzajemnim sklado



Vir: G. L. Gastineau, *The exchange-trades funds manual*, 2010, str. 2.

Odprti investicijski skladi prinašajo bistveno prednost predvsem manjšim vlagateljem, ki imajo zaradi manjšega zneska varčevanja omejene možnosti diverzifikacije svojega premoženja. To zmanjšuje tudi rizik naložbe. Poleg tega pa je zelo velika tudi likvidnost te naložbe, saj je vedno možna njena prodaja oziroma nakup.

Prednosti vlaganja v vzajemne sklade so (Kinnel, 2009, str. 3):

- preglednost naložb;
- razpršitev tveganja;
- enostavna izbira vzajemnega sklada in možnost primerjave med njimi;
- možnost investiranja na tuje trge;
- nizki stroški;
- pregledno poslovanje;
- enostavna prodaja in nakup enot vzajemnega sklada;
- strokovno upravljanje premoženja.

Poleg prednosti pa prinaša vlaganje v vzajemne sklade tudi nekatere slabosti (Bogle, 1994, str. 55-56):

- vzajemni skladi ne omogočajo neposrednega stika med vlagateljem in investicijskim svetovalcem;
- vzajemni skladi imajo velik obseg neposrednih in posrednih stroškov, ki lahko znižajo ali izničijo prednosti vlaganja v vzajemne sklade;
- vlagatelj v vzajemni sklad nima nadzora nad doseganjem kapitalskih dobičkov, v nasprotju z neposrednim investiranjem, pri katerem lahko natančno določi, kdaj je primeren trenutek za doseganje kapitalskega dobička, pri čemer lahko upošteva davčni vidik;
- število vzajemnih skladov na trgu je vedno večje, zato odločitev za izbiro določenega vzajemnega sklada ni nič lažja kot izbira posameznega vrednostnega papirja.

Prodaja in odkup delnic odprtih investicijskih skladov teče po dnevni ceni, ki velja na obračunski dan. Izračuna se jo tako, da se vrednost premoženja na aktivih zmanjša za znesek vseh obveznosti, dobljena razlika pa se deli s številom vseh izdanih enot sklada. V Sklepu o

izračunu čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada je izračun vrednosti enote premoženja definiran s formulo:

$$VEP(t) = \frac{S(t) - O(t)}{E(t-1)} \quad (1)$$

pri čemer navedeni izrazi pomenijo:

(t-1) - predhodni obračunski dan;

t - obračunski dan;

S - sredstva vzajemnega sklada;

O - obveznosti vzajemnega sklada;

E - število enot v obtoku vzajemnega sklada.

Vrednost enote premoženja se izračuna ob koncu vsakega obračunskega dne in pomeni ceno, po kateri vlagatelj prodajo svoje enote skladu, hkrati pa tudi ceno, po kateri vlagatelj vstopajo v vzajemni sklad, če se zanemari vstopne in izstopne provizije. Obračunski dan je dan, za katerega družba za upravljanje izračunava vrednost enote premoženja in je dejanski delovni dan v Sloveniji (koledarski dnevi brez sobot, nedelj in praznikov).

Pri izračunu vrednosti enote premoženja se lahko zgodi, da je izračunana vrednost napačna. Nejasnosti pri napakah je odpravil šele ZISDU-2, kjer so v Sklepu o izračunu čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada določeni najvišji odstotki odstopanja med pravilno in napačno izračunano čisto vrednostjo sredstev, da se odstopanje šteje kot napaka.

*Tabela 3: Najvišji odstotki odstopanja med pravilno in napačno čisto vrednostjo sredstev, da se odstopanje šteje kot napaka*

<b>Kategorija vzajemnega sklada</b>	<b>Odstopanje (v %)</b>
Skladi denarnega trga	več kot 0,25
Obvezniški skladi	več kot 0,50
Delniški skladi	več kot 1,00
Ostali skladi	več kot 0,50

*Vir: Sklep o izračunu čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, Ur.l. RS št. 33/2012.*

V primeru previsoke vrednosti enote premoženja, ki je posledica napake pri izračunu, mora družba za upravljanje:

- imetnikom enot, ki so enote premoženja vzajemnega sklada vplačali po previsoko izračunani vrednosti, obračunati dodatne enote premoženja in jim poslati novo obvestilo o obračunu vplačil;

- vzajemnemu skladu nakazati razliko v denarju, če je bila imetnikom enot ob izstopu iz sklada nakazana previsoka odkupna vrednost.

V primeru prenizke vrednosti enote premoženja pa mora družba za upravljanje:

- imetnikom enot, katerih odkupna vrednost enot ob izstopu iz vzajemnega sklada je bila obračunana po prenizki vrednosti, nakazati razliko v denarju v skladu s pravilno izračunano vrednostjo enote premoženja in jim poslati novo obvestilo o obračunu izplačil;
- imetnikom enot, ki so enote premoženja vzajemnega sklada vplačali po prenizko izračunani vrednosti enote premoženja, poslati novo obvestilo o obračunu vplačil.

Stroški, ki nastanejo v zvezi z odpravo napake pri izračunu čiste vrednosti sredstev, ne smejo bremeniti sredstev vzajemnega sklada.

V primeru, ko je bilo pri izračunu ugotovljeno odstopanje, vendar razlika med pravilno in napačno čisto vrednostjo sredstev ne presega predpisanega odstotka, družba za upravljanje sestavi zapisnik o nastalem odstopanju, ki vsebuje podatke o datumu nastanka in datumu ugotovitve odstopanja ter podatke o pravilni in napačni višini čiste vrednosti sredstev, katerega pa mora potrditi tudi skrbnik.

Odprti skladi omogočajo vlagateljem, da lahko kadar koli dobijo izplačan denar v višini deleža njihovega kapitala v celotnih sredstvih sklada. To pomeni visoko stopnjo likvidnosti za vlagatelja. Da je to možno, mora sklad v vsakem trenutku imeti možnost izračuna neto vrednosti aktive. Za to pa mora investicijski sklad poznati tečaje vrednostnih papirjev, ki jih ima v aktivi, torej morajo ti vrednostni papirji kotirati na borzah oziroma biti tako razširjeni in poznani na drugih finančnih trgih, da je njihov tečaj vsak trenutek znan (Žnidarčič Kranjc, 1999, str. 31).

Ne glede na dejstvo, da mora vzajemni sklad odkupiti investicijske kupone za zahtevo katerega koli imetnika, pa ZISDU-2 predvideva, da lahko:

- vzajemni sklad v izjemnih primerih in če to zahtevajo posebne okoliščine, zaradi varstva in interesov imetnikov investicijskih kuponov, začasno zaustavi odkup;
- Agencija za trg vrednostnih papirjev, v interesu imetnikov investicijskih kuponov ali v interesu javnosti, zahteva od posameznega vzajemnega sklada začasno zaustavitev odkupa;
- vzajemni sklad namesto začasne zaustavitve odkupa uvede začasni delni odkup investicijskih kuponov.

Vzajemni sklad lahko zbrana sredstva nalaga samo v naložbe, ki so opredeljene v zakonu in ki so glede na vrsto sklada navedene v pravilih upravljanja vzajemnega sklada. Vzajemni sklad ne sme nalagati v plemenite kovine oziroma v certifikate, ki jih predstavljajo. Poleg tega pa ne sme z naložbeno politiko preseči največje dovoljene izpostavljenosti do posamezne osebe

oziroma do oseb, ki so vključene v skupino in ki za vzajemni sklad predstavljajo eno samo tveganje.

Družbe za upravljanje ustanavljajo vzajemne sklade z različno politiko nalaganja premoženja, s katero se skušajo približati željam in potrebam vlagateljev. V literaturi najdemo različne delitve vzajemnih skladov. Najbolj pogosti sta delitev vzajemnih skladov glede na naložbeno politiko ter delitev na donosnost in tveganje. V nadaljevanju opisujem navedeni delitvi vzajemnih skladov.

#### 1.3.1.1 Delitev vzajemnih skladov glede na sestavo naložb

Najbolj razširjena delitev vzajemnih skladov je delitev glede na naložbeno politiko, torej na vrsto naložb, ki prevladujejo v portfelju sklada. Tako ločimo (Lubej & Stanovnik, 2009, str. 76):

- delniške vzajemne sklade,
- obvezniške vzajemne sklade,
- mešane vzajemne sklade in
- sklade denarnega trga.

Glavna lastnost delniških vzajemnih skladov je, da pretežni del svojih sredstev nalagajo v delnice različnih podjetij. V portfelju delniškega vzajemnega sklada so tudi gotovina na računu, obveznice in druge oblike finančnih instrumentov, vendar pa je razmerje med posameznimi vrstami naložb med skladi različno. Odvisno je od naložbene politike posameznega vzajemnega sklada in družbe za upravljanje. V skladu s Sklepom o tipih in vrstah investicijskih skladov je delniški sklad investicijski sklad, ki ima najmanj 85 odstotkov sredstev naloženih v delnicah ali v delnicah in enotah delniških ciljnih skladov. Stopnja tveganja pri vlaganju v delniške vzajemne sklade je zelo visoka. Minimalna priporočena doba vlaganja znaša 7 let, priporočila pa se vlaganje nad 10 let.

Obvezniški vzajemni skladi svoje premoženje nalagajo v dolžniške vrednostne papirje različnih izdajateljev (držav, bank, podjetij), ki zagotavljajo fiksni donos. Namen obvezniških vzajemnih skladov je doseganje stalnega in zmernega dohodka, ki ga v večini predstavljajo obresti, kapitalski dobički pa so manj pomembni. Obvezniški sklad je investicijski sklad, ki ima najmanj 90 odstotkov sredstev naloženih v obveznicah ali v obveznicah in drugih oblikah olastninjenega dolga. Olastnjen dolg pomeni dolžniške vrednostne papirje in enote obvezniških ciljnih skladov. Ti skladi so glede na sprejeto tveganje, donose in gibanje enote premoženja manj tvegani. Priporočena doba vlaganja v obvezniške vzajemne sklade znaša minimalno tri leta.

Mešani vzajemni sklad je investicijski sklad, ki ima sredstva naložena v lastniške vrednostne papirje, dolžniške vrednostne papirje, instrumente denarnega trga in enote ciljnih skladov, ki nalagajo v navedene finančne instrumente, denar in denarne ustreznike. Mešani vzajemni

sklad zasleduje doseganje relativne donosnosti glede na vodilo kot tradicionalni sklad dolgih pozicij. V to kategorijo ne prištevamo skladov kombiniranih strategij, ki se uvrščajo v kategorijo skladov absolutne donosnosti. Mešani sklad se opredeli po kriteriju uravnoveženosti sredstev in po kriteriju geografske izpostavljenosti. Z uravnoveženo naložbeno strukturo, razdeljeno tako v delnice in obveznice, omogočajo vlagateljem dosegati dolgoročno stabilnejše donose, ki so glede na sprejeto tveganje še vedno visoki. Priporočena doba vlaganja v mešane vzajemne sklade je najmanj pet let.

Skladi denarnega trga so edini primerni za investiranje na kratek rok (do enega leta), katerih poglavitni cilj je ohranjanje vrednosti premoženja in predstavljajo resno konkurenco bančnim depozitom. Njihova prednost pred depoziti je, da so sredstva v njih likvidna, saj lahko vlagatelj kadarkoli proda točke sklada, ker naložba ni časovno vezana, kot je pri bančnih depozitih. Vendar pa v primerjavi z depoziti, pri katerih za izplačilo do določenega zneska jamči država, za izplačilo sredstev v skladih denarnega trga ni državnih jamstev. Nalagajo predvsem v depozite, visoko kakovostne kratkoročne vrednostne papirje in ostale nizko tvegane ter visoko likvidne naložbe. Sklad denarnega trga se opredeli kot kratkoročni sklad denarnega trga ali kot običajni sklad denarnega trga. Zaradi nizkega tveganja so tudi donosi nizki, primerljivi bančnim vezavam. Doba vlaganja v denarne vzajemne sklade časovno ni omejena, ker je pristop brez vstopnih stroškov, upravljavska provizija pa je majhna.

*Tabela 4: Delež posameznih vrst vzajemnih skladov v Sloveniji glede na zbrana sredstva*

<b>Vrsta vzajemnega sklada</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Delniški vzajemni skladi	63	63	64	66	68
Obvezniški vzajemni skladi	2	2	3	5	5
Mešani vzajemni skladi	33	34	32	28	26
Vzajemni skladi denarnega trga	1	1	1	1	1

*Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2013, str. 122.*

*Tabela 5: Delež posameznih vrst vzajemnih skladov v Evropski uniji glede na sredstva*

<b>Vrsta vzajemnega sklada</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Delniški vzajemni skladi	30	34	34	33	33
Obvezniški vzajemni skladi	23	23	25	27	29
Mešani vzajemni skladi	16	16	17	16	16
Vzajemni skladi denarnega trga	25	21	18	19	16
Drugi vzajemni skladi	6	6	5	5	5

*Vir: European Fund and Asset Management Association, Quarterly Statistical Release N°52, 2013.*

Primerjava strukture vrst vzajemnih skladov kaže, da je med domačimi vzajemnimi skladi še vedno velik delež bolj tveganih delniških skladov, ki pa se v zadnjih letih še povečuje. V

primerjavi z investicijskimi skladi evroobmočja so imeli domači vzajemni skladi konec leta 2011 in 2012 dvakrat večji delež delniških skladov. V letu 2012 so vlagatelji izvršili neto izplačila iz vseh vrst domačih vzajemnih skladov, vendar največ iz mešanih skladov, zaradi česar se je povečal delež delniških skladov v strukturi vzajemnih skladov. Investicijski skladi evroobmočja so imeli konec leta 2012, kljub rasti svetovnih delniških indeksov, nespremenjen delež delniških skladov (Banka Slovenije, 2013a, str. 122).

#### 1.3.1.2 Delitev vzajemnih skladov glede na naložbeni cilj

Vsak vzajemni sklad mora imeti v pravilih upravljanja zapisano osnovno naložbeno strategijo, s katero želi doseči zastavljene cilje. Ta med drugim zajema pojasnilo, katere vrste vrednostnih papirjev lahko sklad kupuje, v kateri sektor bo sklad nalagal, v katero regijo in podobno. Poznavanje naložbenih ciljev prispeva k določitvi stopnje tveganja, ki so mu vlagatelji izpostavljeni.

Tako ločimo (Jesenek, 2003, str. 79):

- agresivno rastoče sklade,
- rastoče sklade,
- mednarodne (globalne) sklade,
- sklade rasti in prihodka,
- sklade s stalnim donosom,
- področne delniške sklade,
- sklade denarnega trga,
- indeksne sklade in
- obvezniške sklade.

Agresivno rastoči skladi nalagajo sredstva pretežno v delnice hitro rastočih podjetij, ki ne plačujejo dividend. Investirajo v različne vrste gospodarskih panog, lahko pa se osredotočijo le na eno. Skladi si lahko sredstva izposojajo in uporabljajo izvedene finančne instrumente. Primerni so za vlagatelje, ki si lahko privoščijo izgubo celotnega vložka, vendar pa ob tem upajo na hitre in visoke dobičke.

Tudi rastoči skladi nalagajo sredstva v delnice hitro rastočih podjetij, ki ne prinašajo dividend in za katere se predvideva potencialna dolgoročna rast dobičkov in prodaje. V primerjavi z agresivno rastočimi skladi je vrednost takšnih skladov bolj stabilna, poleg tega pa imajo praviloma dobre dolgoročne rezultate. Primerni so za vlagatelje, ki so pripravljeni sprejeti večje tveganje v zameno za pričakovane višje dobičke in ne pričakujejo rednih ter stabilnih donosov.

Mednarodni skladi nalagajo v različna podjetja po vsem svetu in s tem znižujejo tveganja, ker se tečaji vrednostnih papirjev ne gibljejo vedno na vseh trgih v isti smeri. Kljub razpršenosti



svojih naložb pa so ti skladi podvrženi valutnemu tveganju, kajti investiranje v finančne instrumente na mednarodnih trgih zahteva poravnavo in vrednotenje finančne naložbe v tuji valuti.

Cilj skladov rasti in prihodka je kombinacija med dolgoročno rastjo kapitala in rednimi donosi. Tako investirajo v delnice rasti in delnice, ki izplačujejo dividende ali v kombinacijo delnic rasti, delnic z visokimi dividendnimi donosi, konvertibilnimi obveznicami, instrumenti denarnega trga in obveznicami podjetij.

Skladi s stalnim donosom težijo k zagotavljanju visokih in stalnih dohodkov ter hkrati k ohranjanju glavnice. Obvezniški skladi investirajo v različne obveznice, delniški skladi pa samo v delnice, ki izplačujejo dividende. Primarni cilj teh skladov je ohranitev kapitala, vendar pa se tudi ti skladi ne morejo izogniti tveganjem. Primerni so za vlagatelje, ki želijo povečati tekoče dohodke in so pripravljeni sprejeti določeno stopnjo tveganja.

Področni delniški skladi so specializirani skladi, ki vlagajo v delnice samo v določeni panogi. Omogočajo razpršenost naložb znotraj sektorja, upravljajo jih strokovnjaki, ki dobro poznajo področje, kamor nalagajo in so zelo izpostavljeni tržnim tveganjem. V takšne sklade vlagatelji nalagajo le del razpoložljivega premoženja.

Indeksni skladi čim bolj natančno posnemajo gibanje izbranega borznega indeksa. Potrebe po upravljanju takšnega sklada so nižje, zato so tudi upravljavski stroški nižji. Zaradi stroškov, ki si jih obračuna sklad, so donosi teh skladov nižji kot primerljivi borzni indeks.

Obvezniški skladi večino sredstev v upravljanju nalagajo v dolžniške vrednostne papirje z najvišjo boniteto, ki zagotavlja fiksni donos. Večino dohodkov teh skladov predstavljajo obresti, kapitalski dobički so manjši. Cilj sklada je doseganje čim večjega in stalnega prihodka.

#### 1.3.1.3 Ostale oblike vzajemnih skladov na slovenskem trgu

Geografsko usmerjeni vzajemni skladi so tisti vzajemni skladi, katerih investicijska politika je usmerjena k pokrivanju posamezne države (Brazilija, Rusija ...), posamezne regije (Balkan, Baltik ...), posamezne celine (Azija, Latinska Amerika ...) ali pa celotnega sveta (globalni vzajemni sklad).

Sektorsko oziroma panožno usmerjeni vzajemni skladi so vzajemni skladi, ki se v okviru svoje naložbene politike specializirajo za pokrivanje posameznega sektorja ali panoge (surovine, energija, tehnologija, alternativni viri energije ...).

Skladi skladov so vzajemni skladi, ki svoja sredstva vlagajo v enote premoženja oziroma delnice drugih investicijskih skladov.

Izbira tipa vzajemnega sklada je odvisna od vsakega posameznika oziroma njegovega finančnega profila – finančnih razmer in ciljev, njegovega odnosa do tveganja in pričakovanj o donosnosti, znanja, izkušenj ter od obdobja, v katerem varčuje.

ZISDU-2 določa, da mora ime vzajemnega sklada vsebovati označbo, da gre za vzajemni sklad in označbo, iz katere je razvidna naložbena politika oziroma osnovni cilj naložbene politike vzajemnega sklada.

### **1.3.2 Investicijske družbe**

Investicijske družbe so zaprti skladi (angl. *closed-end investment company*). Na pasivni strani takega sklada so delnice, torej gre za delniško družbo. Vlagatelj ne more zahtevati od sklada, da mu odkupi njegov vrednostni papir, lahko pa ga proda na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Vrednost osnovnega kapitala je opredeljena s številom in nominalno vrednostjo izdanih ter prodanih delnic v primarni emisiji. Običajno pri delnicah nastane razlika med knjižno in tržno vrednostjo delnice, ki jo določata ponudba in povpraševanje (Mramor, 2000, str. 90).

Vrednost premoženja se spreminja le s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih imajo v aktivih, ali pa se poveča z občasnim izdajanjem novih delnic. Vlagatelj lahko kupi delnice sklada ob ustanovitvi sklada oziroma ob začetni prodaji novih delnic (angl. *initial public offer*) ali pa kasneje na sekundarnem trgu od drugega vlagatelja, ki jih želi prodati. Delnice zaprtih skladov kotirajo na borzah ali na trgu prek okenc (OTC-trg), kjer se oblikujejo njihove tekoče cene (Žnidarčič Kranjc, 1999, str. 33).

Zaprti investicijski skladi so obdavčeni tako kot delniške družbe, kar pomeni, da morajo plačati davek na dobiček pravnih oseb, medtem ko so odprti skladi davka oproščeni.

Najpomembnejša razlika med vzajemnimi skladi in investicijskimi družbami je v likvidnosti oziroma zmožnosti unovčenja deležev. Delnice investicijske družbe vlagatelj lahko unovči s prodajo na sekundarnem trgu, enote vzajemnega sklada, s katerim se na borzi ne trguje, pa kadarkoli proda vzajemnemu skladu. Oblika zaprtega sklada je tudi zaradi navedenega manj pogosta oblika investicijskih skladov.

## **1.4 Davčni vidik investiranja v vzajemne sklade**

Vzajemni skladi so s strani davčne zakonodaje opredeljeni kot premoženje, ki je lahko v lasti fizičnih ali pravnih oseb. Vzajemni sklad ni pravna oseba in ni vpisan v sodni register, zato tudi ni vezan za plačilo davka na dobiček pravnih oseb.

Področje davkov pri vzajemnih skladih ureja Zakon o dohodnini (v nadaljevanju Zdoh-2). Zakon določa, da so vsi dobički, kot so kapitalski dobiček, dividende in obresti, obdavčeni

zunaj dohodnine in imajo svojo stopnjo davkov. Dohodki vzajemnih skladov so obdavčeni s končnim davkom in se ne všttevajo v letno davčno napoved.

Tako se prodaja investicijskega kupona vzajemnega sklada v skladu s 93. členom Zdoh-2 smatra kot kapital in je v primeru unovčitve kupona ta obdavčen na podlagi pravil o dobičku iz kapitala. Kot kapital se šteje tudi izplačilo sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru likvidacije vzajemnega sklada.

V skladu z Zdoh-2 prodaja investicijskih kuponov ni obdavčena:

- pri prenosu kapitala preminule osebe na dediča (dedovanje);
- pri prenosu kapitala v postopkih prisilne izterjave obveznih dajatev;
- v primeru prodaje investicijskih kuponov, ki jih je imetnik pridobil z zamenjavo delnic pooblaščne investicijske družbe ali delnic investicijske družbe v postopku obveznega preoblikovanja v podsklad, pod pogojem, da je zavezanec odsvojil investicijske kupone, ki jih je pridobil z zamenjavo delnic iz lastninskega preoblikovanja podjetij za te investicijske kupone.

Davčna osnova za določitev zneska davka se ugotovi kot razlika med vrednostjo investicijskega kupona ob odsvojitvi in vrednostjo investicijskega kupona ob pridobitvi. Vrednost investicijskega kupona ob pridobitvi (nakupna vrednost) se ugotovi kot znesek vplačila v sklad, zmanjšan za znesek vstopne provizije. Vrednost investicijskega kupona ob odsvojitvi (odkupna vrednost) je enaka zmnožku števila enot premoženja in vrednosti enote premoženja.

Za vlagatelje, ki so vplačali v vzajemni sklad pred 1. januarjem 2003, se šteje kot zakupna cena vrednost enote premoženja na dan 1. januar 2006, kot datum nakupa pa datum dejanskega nakupa, od katerega začne teči 20-letni rok obdavčitve. Za vlagatelje, ki so pristopili k skladu po 1. januarju 2003, se kot datum nakupa šteje dejanski dan nakupa in se v osnovo všteta dejanska vrednost nakupa.

Zdoh-2 priznava olajšavo za stroške pri nakupu ali prodaji enot vzajemnega sklada, vendar samo stroške do višine dejansko plačanih provizij:

- največ 1 odstotek stroškov pri nakupu enot;
- največ 1 odstotek stroškov pri prodaji enot.

Od tako ugotovljene davčne osnove se izračuna in plača davek pa stopnji 20 odstotkov. Stopnja davka se znižuje vsakih pet let imetništva investicijskega kupona in znaša po dopolnjenih:

- petih letih imetništva investicijskega kupona: 15 odstotkov;

- desetih letih imetništva investicijskega kupona: 10 odstotkov;
- petnajstih letih imetništva investicijskega kupona: 5 odstotkov;
- dvajsetih ali več letih imetništva investicijskega kupona: 0 odstotkov.

V primeru prehodov med podskladi istega krovnega sklada so vsi vlagatelji pri prehodu upravičeni do odložitve ugotavljanja davčne obveznosti in s tem plačila davka na kapitalski dobiček. Vlagatelji ob prenašanju sredstev med podskladi istega krovnega sklada niso obdavčeni, četudi pri prenosu ustvarijo kapitalski dobiček. Davčna obveznost za kapitalski dobiček nastopi šele v trenutku prodaje investicijskih kuponov (ob izplačilu na osebni račun) ali v trenutku prenosa sredstev v podsklad drugega krovnega sklada.

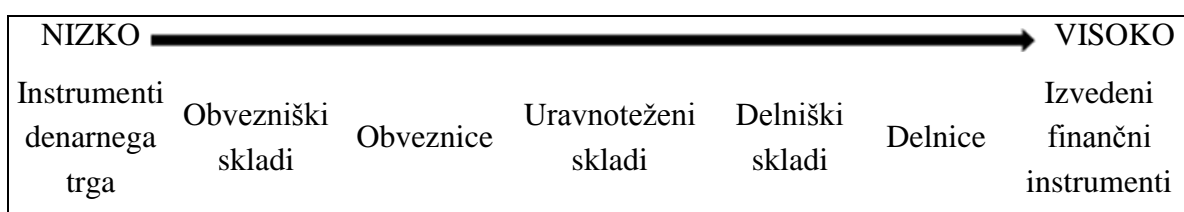
## 2 TVEGANJE IN DONOSNOST VZAJEMNEGA SKLADA

### 2.1 Tveganje

Tveganje pomeni nezmožnost, da bi pravilno napovedali prihodnji tok dogodkov oziroma kot nezmožnost popolnoma nadzorovati, ali bodo rezultati prihodnjega toka dogodkov enaki načrtovanim (Mramor, 1993, str. 99).

V povezavi z vzajemnimi skladi tveganje pomeni verjetnost, da bo dejanska donosnost odstopala od pričakovane donosnosti. Pričakovana donosnost je subjektivna in težko merljiva, vendar je še bolj težko in subjektivno ocenjevanje verjetnosti, da dejanska donosnost ne bo enaka pričakovani, torej ocenjevanje tveganja (Mramor, 1993, str. 101).

*Slika 5: Prikaz naložb po tveganju*



*Vir: Infond, ABC naložb v vzajemne sklade, 2012.*

Osnovni cilj ravnanja s tveganji je izboljšanje razmerja med tveganjem in donosnostjo transakcije. Tveganje je poseben izziv za merjenje, ki je usmerjen v merjenje nevidnega, zato se v različnih modelih za merjenje uporablja različne tehnike. Najpogosteje 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 (Zavodnik, 2006, str. 15-16).

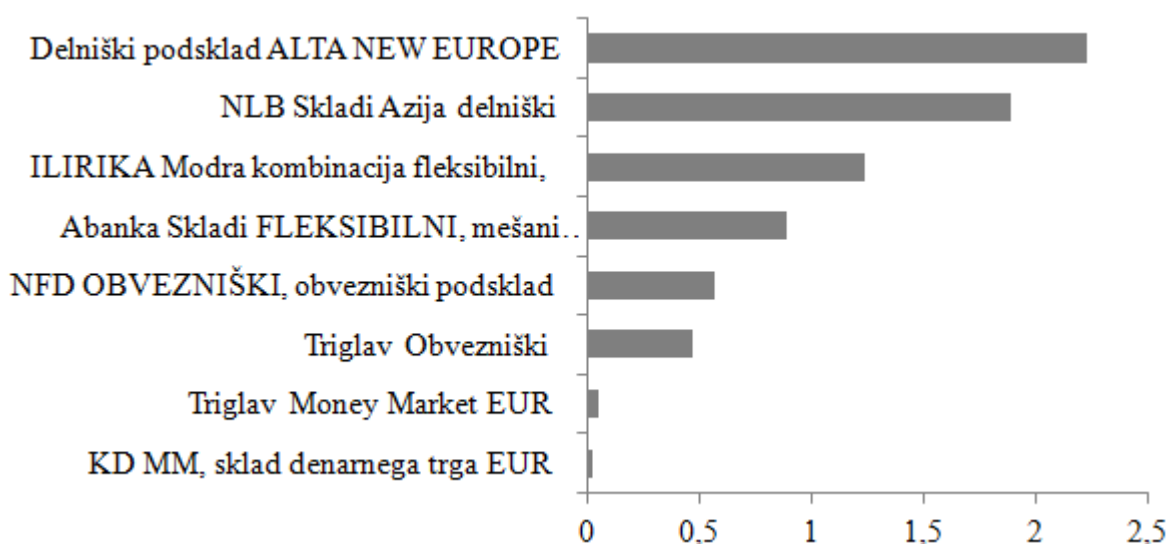
V tržni ekonomiji merimo tveganje posameznega vrednostnega papirja preko gibanja cene vrednostnega papirja (ali njegove stopnje donosa). Večja so nihanja, večje je tveganje in obratno. Nihanja matematično merimo z varianco in standardnim odklonom (Vernimmen, 2005, str. 15).

Standardni odklon donosnosti pomeni kvantifikacijo celotnega tveganja, ki vsebuje tako nesistematično kot sistematično tveganje in odraža stopnjo, do katere donosnosti premoženja variirajo okoli povprečja donosnosti (Strong, 2003, str. 39).

Standardni odklon je z verjetnostjo ponderiran povprečni odklon pričakovane vrednosti in kaže, kako daleč pod (nad) pričakovano vrednostjo bo verjetna dejanska vrednost. Manjši kot bo standardni odklon naložbe, ožja bo verjetnostna porazdelitev, saj bodo možne donosnosti bližje pričakovani stopnji donosa, zato bo tveganje manjše (Brigham & Daves, 2002, str. 24-27).

Želje vlagateljev so, da bi naložbe v vzajemne sklade enakomerno pridobivale vrednost skozi čas. Največja verjetnost enakomernega pridobivanja vrednosti velja za sklade denarnega trga, nato za obvezniške sklade, ne drži pa za mešane sklade, še manj pa za delniške vzajemne sklade, kajti vrednost delnic na trgu neprestano niha, kar se odraža skozi nihanja vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada. Zaradi tega donosi vzajemnih skladov na krajši rok niso konstantni in predvidljivi.

*Slika 6: Nihajnost izbranih vzajemnih skladov za obdobje od 1. 1. 2012 do 31. 12. 2012 v odstotkih*



*Vir: Vzajemci, Standardni odklon, 2013.*

Iz Slike 6 je razvidno, da sta največjo nihajnost v prikazanem obdobju imela delniška vzajemna sklada, kar pomeni, da je donosnost teh dveh vzajemnih skladov najbolj nihala, najmanj pa vzajemna sklada denarnega trga.

Odločitev vlagatelja o naložbi prostih denarnih sredstev ni odvisna le od donosnosti, ki jo ponuja oziroma izkazuje posamezna oblika naložbe. Ta je precej odvisna od naklonjenosti vlagatelja k sprejemanju tveganja, zato je treba ugotavljati in primerjati tveganje, ki izhaja iz posamezne oblike naložb (Mramor, 2000, str. 425).

Dejavniki, ki pozitivno vplivajo na zmanjševanje tveganja naložbe v vzajemni sklad, so (Vzajemci, b.l.):

- dolgoročno obdobje varčevanja – daljši časovni horizont pomeni manjšo občutljivost na dnevna nihanja naložbe in s tem znižuje tveganje naložbe;
- visoka razpršitev premoženja – večja razpršitev premoženja med različne vzajemne sklade zmanjšuje tveganje celotnega portfelja;
- nizka korelacija med vzajemnimi skladi – manjša, kot je korelacija med naložbami, manjše tveganje nosi vlagatelj.

Tveganje, ki se mu izpostavlja vlagatelj z nalaganjem svojih sredstev v vzajemne sklade, je odvisno od naložbenih ciljev in politike vsakega posameznega sklada, zato morajo vlagatelji izbrati takšen vzajemni sklad oziroma kombinacijo vzajemnih skladov, da bo skupno tveganje naložbe zanje še sprejemljivo.

Vzajemni sklad lahko s svojo naložbeno politiko bistveno vpliva na zmanjšanje tveganja premoženja. Tveganje premoženja je poleg naložb, ki sestavljajo premoženje, odvisno tudi od razmerja med njimi. Tveganje premoženja lahko torej vzajemni skladi zmanjšajo z diverzifikacijo, kar pomeni ustrezno kombiniranje posameznih naložb vzajemnega sklada, kar omogoča, da ima vzajemni sklad manjše tveganje ob enaki pričakovani donosnosti (Sharpe & Gordon, 1990, str. 11).

Stopnja donosa za večino naložb ni znana, kar lahko pomeni možnost velikih izgub ali velikih dobičkov. Za vzajemne sklade obstajajo štiri dejavniki, ki vplivajo na velikost njihovega tveganja (Zobavnik, 1997, str. 6):

- vrsta vrednostnih papirjev v vzajemnem skladu. Vrednostni papirji majhnih, hitro rastočih delniških družb so bolj tvegani kot vrednostni papirji najboljših, velikih delniških družb (angl. *blue chips*). Na splošno so delnice bolj tvegane kot obveznice;
- stopnja, po kateri vzajemni sklad razpršuje svoje finančno premoženje. Finančno premoženje, ki ga sestavlja le deset delnic, bo bolj tvegano kot tisto, ki vsebuje vrednostne papirje sto izdaj ali več;
- stopnja, do katere upravljavec uporablja finančni vzvod oziroma zadolževanje, da bi povečal poslovno uspešnost;

- obseg, do katerega se upravljavec vzajemnega sklada trudi predvideti tržna gibanja oziroma se zavarovati pred tveganjem. Upravljavec sklada lahko zmanjša tveganje z opcijami in terminskimi instrumenti ali s povečanjem deleža denarja v aktivih vzajemnega sklada, če pričakuje, da bodo cene delnic padle.

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

### **2.1.1 Vrste tveganj pri poslovanju vzajemnega sklada**

Poslovanje vzajemnega sklada je izpostavljeno številnim dejavnikom in vrstam tveganja (KD Skladi, 2013b, str. 15):

- tržno tveganje izhaja iz možnosti nenadnega in dlje časa trajajočega splošnega padca tečajev na kapitalnih trgih, zaradi splošnih tržnih in gospodarskih razmer (sistematično tveganje) in iz dejavnikov, povezanih z aktivnostmi izdajatelja finančnega instrumenta (nesistematično tveganje oziroma tveganje izdajatelja), v katerega so naložena sredstva vzajemnega sklada;
- valutno tveganje je posledica naložb, ki so nominirane v drugih valutah, kot je valuta, v kateri se izračunava vrednost enote premoženja vzajemnega sklada. Spremembe medvalutnih razmerij lahko občutno vplivajo na vrednost premoženja vzajemnega sklada, izraženo v referenčni valuti;
- tveganje koncentracije v sektorsko, geografsko ali kako drugače ožje opredeljene naložbe izvira iz praviloma podobnega in enosmernega delovanja ekonomskih dejavnikov na izdajatelje v posamezni panogi, regiji ali na trgu, s tem pa tudi na tečaje njihovih finančnih instrumentov, zaradi česar je vpliv teh dejavnikov na donosnost vzajemnega sklada večji, kot bi bil, če bi bile naložbe bolj razpršene;
- kreditno tveganje je tveganje, da dolžnik (banka oziroma izdajatelj vrednostnega papirja, ciljni sklad) svojih obveznosti do vzajemnega sklada ne poravnava pravočasno ali v celoti;
- obrestno tveganje je tveganje, da vrednost dolžniških finančnih instrumentov v portfelju vzajemnega sklada zaradi sprememb ravni obrestnih mer, ki vplivajo na njihove tečaje, občutno niha. Obrestno tveganje je zaradi protiinflacijskih ukrepov oblasti običajno zelo povezano s tveganjem inflacije;
- tveganje, povezano z uporabo izvedenih finančnih instrumentov (prodajnih opcij) kot tehnike upravljanja naložb za varovanje pred tveganji, je omejeno z velikostjo sredstev, naloženih v te instrumente;

- tveganje inflacije je tveganje razvrednotenja naložb oziroma njihove nižje realne donosnosti;
- likvidnostno tveganje naložb je tveganje, da finančnih instrumentov iz portfelja vzajemnega sklada ne bo mogoče pravočasno unovčiti ali pa jih bo mogoče unovčiti le po nižjih tečajih od tistih, po katerih so ovrednoteni v portfelju. Težave z likvidnostjo so lahko posledica omejene unovčljivosti samega finančnega instrumenta ali pa tudi nelikvidnosti trga, na katerem se z njim trguje;
- tveganje skrbništva pomeni tveganje, da skrbnik oziroma podskrbnik premoženja vzajemnega sklada ne more ali ne izvaja storitev skrbništva z ustrežno kakovostjo, skrbnostjo, varnostjo, hitrostjo ali potrebnim obsegom;
- tveganje poravnave pomeni, da obstaja možnost, da se poravnave denarnih sredstev ali finančnih instrumentov na denarni račun ali račun finančnih instrumentov vzajemnega sklada ne opravijo v predvidenem oziroma pogodbenem roku, kar povečuje likvidnostno tveganje vzajemnega sklada;
- tveganje sprememb predpisov je tveganje, da pride v Sloveniji ali v državah, v kapitalne trge katerih vzajemni sklad nalaga premoženje, do neugodnih posledic sprememb predpisov, vključno z višjimi davčnimi bremenimi in omejitvami kapitalskih tokov s tujino, kar povečuje tržno in likvidnostno tveganje;
- tveganja manj razvitih trgov in naložb v izdajatelje iz držav, kjer obstaja višja splošna verjetnost politične, ekonomske, socialne in verske nestabilnosti ter neugodnih sprememb zakonodaje, so posledica dejstva, da poslovanje udeležencev trgov finančnih instrumentov ali izdajateljev na teh trgih morda ni predmet nadzora, ki bi bil po obsegu ali vsebinsko enakovreden nadzoru ustreznih institucij v razvitejših državah;
- tveganje nelikvidnosti vzajemnega sklada (v primeru čezmernega ali množičnega unovčevanja njegovih investicijskih kuponov) pomeni, da obstaja možnost, da vzajemni sklad svojih obveznosti do vlagateljev (za izplačila investicijskih kuponov) ne bo mogel poravnati pravočasno ali pa jih ne bo mogel poravnati v primerni višini, če bo treba njegove naložbe zaradi nezadostnega povpraševanja unovčevati po nižjih cenah. Oboje lahko vodi v začasno zaustavitev izplačil odkupne vrednosti investicijskih kuponov, hkrati pa tudi v znižanje donosnosti naložbe v investicijske kupone vzajemnega sklada.

### **2.1.2 Sintetični kazalnik tveganja in donosa**

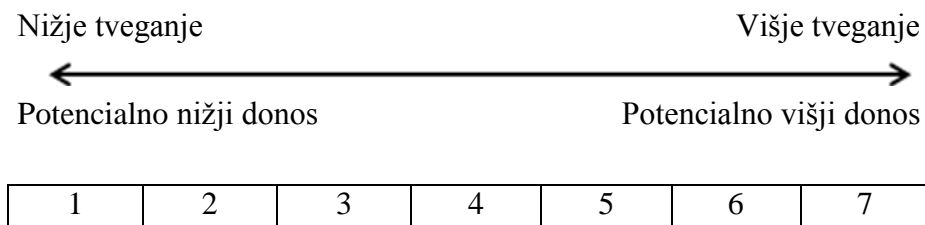
Da bi lahko na trgu razpoložljive vzajemne sklade med seboj primerjali po nivoju tveganosti, so družbe za upravljanje dolžne objaviti Sintetični kazalnik tveganja in donosa (angl. *Synthetic Risk and Reward Indicator*), ki predstavlja mero za tveganje vzajemnega sklada, ki je opredeljena s pomočjo lestvice tveganja, katero določa Komite za evropsko regulacijo vrednostnih papirjev (angl. *Committee of European Securities Regulators*).

Lestvica se prikaže kot zaporedje kategorij, označenih s celimi števili v naraščajočem vrstnem redu od 1 do 7, ki predstavljajo ravni tveganja in donosa od najnižjih do najvišjih vrednosti. Iz



lestvice mora biti jasno razvidno, da nižje tveganje pomeni potencialno nižji donos in da višje tveganje pomeni potencialno višje donose.

*Slika 7: Grafični prikaz sintetičnega kazalnika tveganja in donosa*



*Vir: Committee of European Securities Regulators, CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document, 2010, str. 5.*

Uvrstitev vzajemnega sklada v kategorijo tveganja je določena na podlagi izračuna variacije dejanskih tedenskih donosov vrednosti enote premoženja od povprečnega tedenskega donosa v preteklih petih letih, umerjeno na letni ravni.

*Tabela 6: Kategorije tveganja glede na izračunani standardni odklon*

Kategorija tveganja	Interval volatilnosti	
	Večje ali enako (v %)	Manjše (v %)
1	0,0	0,5
2	0,5	2,0
3	2,0	5,0
4	5,0	10,0
5	10,0	15,0
6	15,0	25,0
7	25,0	

*Vir: Committee of European Securities Regulators, CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document, 2010, str. 7.*

Postopek izračuna sintetičnega kazalnika tveganj in donosa je zakonsko predpisan in je enak za vse sklade, družba za upravljanje ga tedensko izračunava in preverja njegovo ustreznost. Družba za upravljanje je ob morebitni spremembi kazalnika in s tem kategorizacije sklada 14 tednov zapored, dolžna tega ponovno objaviti.

## 2.2 Donosnost

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

V nasprotju z bančnimi depoziti vzajemni skladi vlagateljem ne dajejo zagotovila, da bodo imele naložbe v vzajemni sklad točno določen donos. Donos se oblikuje glede na vrsto naložb, dobo varčevanja, odvisen je od gibanj na kapitalnih trgih in tudi od zmožnosti in strokovnosti upravljavca vzajemnega sklada.

Nominalno donosnost vzajemnega sklada v določenem obdobju se izračuna po naslednji formuli:

$$r = \frac{(VEP_{t=0} - VEP_{t=-1})}{VEP_{t=-1}} \times 100 \quad (2)$$

pri čemer navedeni izrazi pomenijo:

r - donos sklada v odstotkih za dano obdobje;

$VEP_{t=0}$  - vrednost enote premoženja sklada na zadnji dan obdobja;

$VEP_{t=-1}$  - vrednost enote premoženja sklada na začetni dan obdobja.

Celoten donos vzajemnega sklada je sestavljen iz treh elementov (Fredman, 1993, str. 37):

- čistega investicijskega dobička – enak je vsoti obresti in dividend, ki jih sklad dobi od vrednostnih papirjev, ki jih ima v portfelju, in ki ga družba za upravljanje bodisi razdeli med lastnike investicijskih kuponov, bodisi reinvestira;
- čistih realiziranih kapitalnih dobičkov – z nakupi in prodajami vrednostnih papirjev na borzi se ustvarjajo kapitalni dobički ali izgube, ki se razdelijo lastnikom sklada;
- čiste spremembe vrednosti enote premoženja – gre za spremembo vrednosti enote premoženja kot posledica spremembe cen vrednostnih papirjev, ki jih ima vzajemni sklad v portfelju.

Kakšen donos lahko vlagatelj pričakuje pri varčevanju v vzajemnih skladih, ne ve nihče. Govorimo lahko le o preteklih donosih, ki pa niso jamstvo za prihodnost. Bodoči donosi so odvisni od mnogih dejavnikov, kot so (Lubej & Stanovnik, 2009, str. 81):

- splošna gospodarska gibanja na kapitalnih trgih v prihodnosti;
- naložbena struktura vzajemnega sklada;

- doba varčevanja;
- sposobnost in strokovnost upravljavca;
- sreča pri izbiri vzajemnega sklada.

Dolgoročni povprečni letni donosi vzajemnih skladov v svetu se gibljejo med 6 in 15 odstotkov, kar jih po donosu uvršča ob bok nepremičninam in delnicam.

Povprečna pričakovana ali teoretična realna letna donosnost vzajemnih skladov na dolgi rok znaša približno (NLB Skladi, 2013):

- 6 do 8 odstotkov za splošne delniške vzajemne sklade;
- 2 do 3 odstotke za splošne obvezniške vzajemne sklade;
- 4 do 5 odstotkov za splošne kombinirane vzajemne sklade.

Donosnost in varnost vzajemnega sklada sta medsebojno odvisna. Večja kot je varnost, nižji je donos in obratno. Donos izhaja iz dividend ali obresti, kar je odvisno od portfelja sklada (Macrae, 1997, str. 15).

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 zmerne 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.

Zaradi svojega dolgoročnega stabilnega donosa, likvidnosti in nizkih stroškov poslovanja so vzajemni skladi ena najprimernejših naložb za dolgoročno varčevanje. Zaradi varnosti in dodatne razpršitve tveganja je pri večjih vsotah smiselno izbrati več različnih vzajemnih skladov različnih upravljavcev (Lubej, 2005, str. 85).

Prihodnja donosnost vzajemnih skladov je odvisna od dejavnikov, ki se bodo zgodili v prihodnosti in ki danes še niso znani (lahko jih le bolj ali manj uspešno predvidevamo). Vlagatelj naj bi se o naložbah v vzajemne sklade ne odločal niti na osnovi pretekle niti na osnovi pričakovane donosnosti posameznih vzajemnih skladov, temveč predvsem na osnovi lastnega profila (finančnih ciljev, finančnih razmer, odnosa do tveganja in izkušenj pri naložbah v vrednostne papirje) ter tveganja vzajemnih skladov (NLB, 2011).

Tabela 7: Najdonosnejši slovenski vzajemni skladi v letu 2012, merjeno po letni stopnji donosnosti

Vzajemni sklad	Družba za upravljanje	Donosnost (v %)
Delniški podsklad ALTA TURKEY	ALTA Skladi, d. d.	57,39
Delniški podsklad ALTA KOMET	ALTA Skladi, d. d.	31,77
KD Indija - Kitajska, delniški	KD Skladi, d. o. o.	25,64
KD Vzhodna Evropa, delniški	KD Skladi, d. o. o.	21,15
NLB Skladi - Južna, Srednja in Vzhodna Evropa, delniški	NLB Skladi DZU	19,79
NFD Finance, delniški podsklad	NFD, d. o. o.	19,11
Triglav vzajemni skladi – delniški Triglav Balkan	Triglav Skladi, d. o. o.	18,67
INFOND Technology, delniški podsklad	KBM INFOND, d. o. o.	18,32
Abanka skladi Evropski trgi v razvoju, delniški podsklad	Abanka Skladi, d. o. o.	18,09
Abanka skladi Afrika in Srednji Vzhod, delniški podsklad	Abanka Skladi, d. o. o.	17,81

Vir: Vzajemci, Donosnost, 2013.

Iz Tabele 7 je razvidno, da so bili v letu 2012 najdonosnejši delniški vzajemni skladi, med katerimi izstopa delniški vzajemni sklad Alta Turkey, katerega donosnost je kar 57,39 odstotkov.

### 3 STROŠKI VARČEVANJA V VZAJEMNIH SKLADIH

Poznavanje stroškov vzajemnega sklada je eden izmed dejavnikov za doseganje zelenih ciljev, kajti velikost stroškov lahko bistveno vpliva na pričakovani donos. Pomembno je, da se vlagatelj zaveda enkratnih stroškov, ki nastanejo samo pri nakupu in prodaji enot vzajemnega sklada ter rednih stroškov, ki nastajajo ves čas, ko ima vlagatelj enote v posesti.

#### 3.1 Vrste stroškov

Stroške vlaganja v vzajemne sklade je mogoče deliti na provizije, ki jih vlagatelj plača neposredno (angl. *shareholders fees*) in na letne operativne stroške (angl. *annual fund operating expenses*), ki bremenijo sredstva vzajemnega sklada, kar pomeni, da jih vlagatelj plača posredno (Bodie, Kane, & Marcus, 1999, str. 117).

Med neposredne stroške za vlagatelja spadata vstopna in izstopna provizija, ki sta prihodek družbe za upravljanje. Vstopna provizija mora biti izražena v odstotku od zneska vplačila. Višina je običajno odvisna od naložbene politike sklada in od načina vplačevanja, za katerega se vlagatelj odloči. Vlagatelj lahko izbira med različnimi načini, saj se lahko odloči za posamična enkratna vplačila ali za varčevanje z varčevalnim načrtom. Kadar se vlagatelj zaveže, da bo vplačeval v vzajemni sklad v določenem daljšem časovnem obdobju, lahko družba za upravljanje obračuna vstopno provizijo v enkratnem znesku za celotni znesek varčevanja, vendar pa ta ne sme presežati 30 odstotkov vrednosti vplačil v prvem letu.

Izstopna provizija se obračuna v odstotku od zneska izplačila. Večina vzajemnih skladov ne zaračunava izstopne provizije, če pa jo, je ta običajno nižja kot vstopna provizija. Izstopna provizija je zakonsko omejena na največ tri odstotke od zneska izplačila.

Družba za upravljanje si za upravljanje vzajemnega sklada obračunava letno upravljavsko provizijo, ki mora biti izražena v odstotku od povprečne letne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada. Namenjena je kritju stroškov, ki jih ima upravljavec v zvezi z delovanjem vzajemnega sklada, njena višina pa je običajno odvisna od naložbene strukture. Upravljavska provizija se zaračunava dnevno pred izračunom vrednosti enote premoženja, izplačuje se iz sredstev sklada za obdobje in v rokih, določenih v pravilih upravljanja vzajemnega sklada.

Nekatere družbe za upravljanje so v zadnjem obdobju dvignile upravljavske provizije. Po mnenju poznavalcev družbe za upravljanje višje stroške, ki jih imajo zaradi prilagoditve novemu ZISDU-2, prelagajo na vlagatelje (Milič, 2013, str. 26).

Družba za upravljanje mora v zvezi s poslovanjem vzajemnega sklada izračunati in objaviti podatek o celotnih stroških poslovanja, ki mora biti izražen v odstotku od povprečne letne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada.

### 3.2 Kazalnik TER

Celotni stroški poslovanja se v skladu s Sklepom o celotnih stroških poslovanja vzajemnega sklada v obdobju preteklih 12 mesecev (angl. *total expense ratio* - *TER*) izračunajo po naslednji formuli:

$$TER = \frac{\sum_{k=1}^n SP_k}{\overline{CVS}} \times 100 \quad (3)$$

pri čemer navedeni izrazi pomenijo:

TER - celotni stroški poslovanja vzajemnega sklada v odstotkih;

$\overline{CVS}$  - povprečna čista vrednost sredstev vzajemnega sklada v preteklem poslovnem letu v evrih;

n - število obračunskih dni v preteklem poslovnem letu;

$SP_k$  - stroški poslovanja vzajemnega sklada na obračunski dan k, v evrih.

Podatki o stroških, uporabljenih za izračun celotnih stroškov poslovanja vzajemnega sklada, morajo izhajati iz letnega poročila o poslovanju za preteklo poslovno leto in iz drugih najaktualnejših javno dostopnih poročil ciljnih skladov.

Za izračun TER se upoštevajo vsi stroški, ki se izplačujejo iz sredstev vzajemnega sklada, razen:

- stroškov plačil tretjim osebam v zvezi s pridobitvijo oziroma odsvojitvijo premoženja vzajemnega sklada (razen enot ciljnih skladov), ne glede na to, ali so ti stroški neposredni (npr. provizije in stroški borznih posrednikov) ali posredni (npr. stroški upravljalcev organiziranih trgov in večstranskih sistemov trgovanja);
- stroškov plačil tretjim osebam v zvezi s posedovanjem izvedenih finančnih instrumentov (npr. margin calls);
- stroškov obresti in drugih stroškov zadolževanja za posojila, ki jih družba za upravljanje najema za račun vzajemnega sklada;
- protivrednosti nefinančnih ekonomskih koristi, ki jih prejme družba za upravljanje ali z njo povezana oseba od borznoposredniških družb oziroma bank v zameno za dajanje naročil za trgovanje (mehke provizije).

Transakcijski stroški predstavljajo pomemben del celotnih stroškov, ki bremenijo vzajemni sklad, vendar pa jih je težko meriti in analizirati. V raziskavi, ki temelji na vzorcu 5.356 delniških vzajemnih skladov s podatki iz leta 2002 in jo je povzel Haslem (2008), so ocenili, da predstavlja borzno-posredniška provizija pri vseh vzajemnih skladih, zajetih v analizo, 0,38 odstotka povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada. Ta odstotek je pri aktivno upravljanih vzajemnih skladih 0,39 odstotka, medtem ko je pri indeksih skladih 0,07 odstotka. Izvedli so tudi oceno posrednih stroškov trgovanja, pridobljeno iz stopnje obrata naložb in predhodnih raziskav. Posredni stroški trgovanja v isti raziskavi so, v povprečju za vse vzajemne sklade, ocenjeni na 0,58 odstotka povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada.

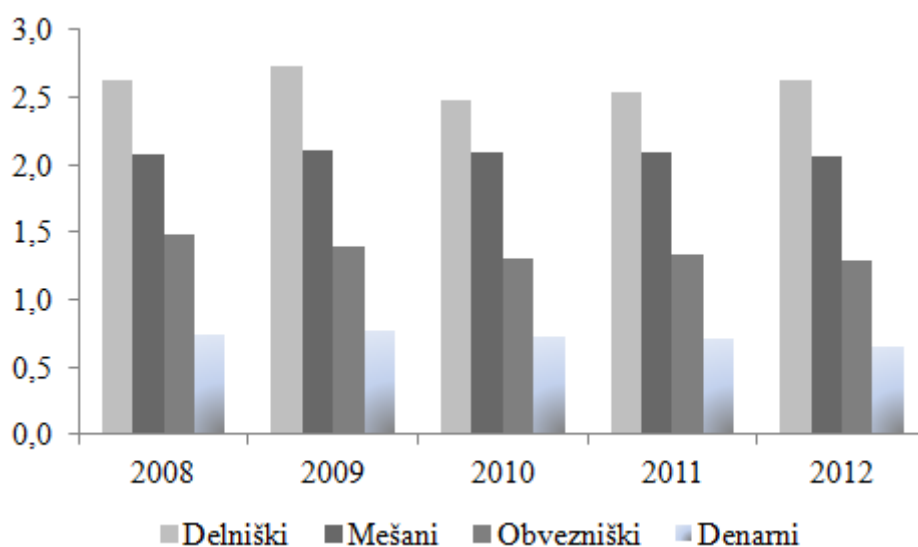
Do podobnih rezultatov so prišli tudi Chalmers, Edelen in Kadlec (1999), ki ugotavljajo, da predstavljajo stroški trgovanja v povprečju 0,78 odstotka sredstev vzajemnega sklada. Poleg tega so ugotovili, da je povezava med stopnjo obrata naložb in donosnostjo šibkejša kot med neposredno ocenjenimi stroški trgovanja in donosnostjo.

Edelen, Evans in Kadlec (2007) v študiji na primeru 1.706 ameriških delniških vzajemnih skladov v obdobju 1995 - 2005 ocenjujejo stroške trgovanja na 0,76 odstotka povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada.

Celotni stroški poslovanja vzajemnega sklada se plačujejo iz sredstev vzajemnega sklada in ne neposredno iz sredstev vlagateljev ter vključujejo vse stroške poslovanja vzajemnega sklada, vključno s provizijo za upravljanje in skrbniško provizijo.

V primeru vzajemnega sklada, ki je imel v obdobju preteklega koledarskega leta vsaj 6 mesecev najmanj 20 odstotkov svoje čiste vrednosti sredstev naložene v enote ciljnih skladov, se pri izračunu kazalnika TER med stroški sklada upoštevajo tudi stroški, ki so bremenili vzajemni sklad zaradi nalaganja sredstev v ciljne sklade. Upoštevajo se vstopne in izstopne provizije, ki so bremenile vzajemni sklad iz naslova nakupov in prodaj enot posameznega ciljnega sklada ter delež stroškov poslovanja posameznega ciljnega sklada v višini, ki je odvisna od obdobja lastništva enot premoženja in od višine sorazmernega deleža premoženja, ki ga je imel vzajemni sklad v ciljnih skladu.

Slika 8: Prikaz povprečnega kazalnika TER za slovenske vzajemne sklade, v obdobju od 2008 do 2012



Vir: Vzajemci, Dokumenti skladov, 2013.

Iz Slike 8 je razvidno, da je povprečna vrednost kazalnika TER najvišja pri delniških vzajemnih skladih, najnižja pa pri skladih denarnega trga. Razlog je v višini upravljalvske provizije, ki je pri delniških vzajemnih skladih bistveno višja kot pri ostalih vzajemnih skladih.

Družba za upravljanje mora voditi arhiv podatkov o vseh izračunanih in objavljenih kazalnikih TER za svoje vzajemne sklade. Šteje se, da je podatek iz arhiva dostopen vlagateljem, če je na razpolago na vseh vpisnih mestih, kjer so možna vplačila v vzajemni sklad, ali pa je objavljen na spletni strani družbe za upravljanje.

Prevladujoč delež v izračunanem TER predstavljata upravljalvska in skrbniška provizija. V Tabeli 8 so prikazani izbrani vzajemni skladi, ki so bili vključeni v analizo, njihova upravljalvska ter skrbniška provizija in zadnji izračunani TER. Ker sta se v okviru združitve vzajemnih skladov prenosna sklada Krekov MOST Novi trgi, delniški podsklad in Probanka

Novi trgi - delniški združila s prevzemnim skladom Infond Frontier, delniški podsklad, so prikazani podatki tega sklada.

*Tabela 8: Prikaz upravljaljske in skrbniške provizije ter izračunani TER, za obdobje 1. 1. 2012 - 31. 12. 2012*

<b>Vzajemni sklad</b>	<b>Upravljaljska provizija (v %)</b>	<b>Skrbniška provizija (v %)</b>	<b>TER (v %)</b>
Delniški podsklad ALTA Brazil Russia India China	2,40	0,05	2,64
Ilirika Brazilija Rusija Indija Kitajska, delniški	2,20	0,20	2,66
INFOND BRIC, delniški	2,25	0,05	2,28
KD Novi trgi, delniški	2,00	0,05	2,12
Infond Frontier, delniški podsklad	2,50	0,05	2,29
NFD Novi trgi, delniški	2,00	0,075	2,60
NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva delniški	2,00	0,20	2,23
Triglav vzajemni skladi – Delniški Triglav Rastoči trgi	2,50	0,05	2,65

*Vir: ALTA skladi, Revidirano letno poročilo za leto 2012, 2013; Ilirika DZU, Letno poročilo, 2013; Infond, Letno poročilo 2012, 2013; KD Skladi, Letno poročilo, 2013a; NFD, Letno poročilo za poslovno leto, ki se je končalo 31. 12. 2012, 2013; NLB Skladi, Letno poročilo 2012, 2013; Triglav skladi, Letno poročilo 2012, 2013.*

Community Growth Management Company na svoji spletni strani opredeljuje prednosti in slabosti kazalnika TER. Prednosti so:

- kazalnik ustvarja večjo preglednost, saj vključuje vse znane in opredeljene stroške;
- vlagatelji imajo boljše razumevanje o stroškovni strukturi svojih naložb;
- vlagatelji lažje primerjajo različno strukturirane investicijske rešitve; na primer stroške, povezane z vlaganjem v sklade skladov v primerjavi z vlaganjem v enega ali več skladov različnih družb za upravljanje;
- razkritje TER potencialno lahko poveča konkurenco med družbami za upravljanje, kar navsezadnje pomeni tudi nižje stroške za vlagatelje.

Slabosti kazalnika TER:

- pri izračunu kazalnika TER niso upoštevani vsi stroški;
- TER se izračuna z uporabo zgodovinskih podatkov, ki niso nujno pokazatelj prihodnjih stroškov;



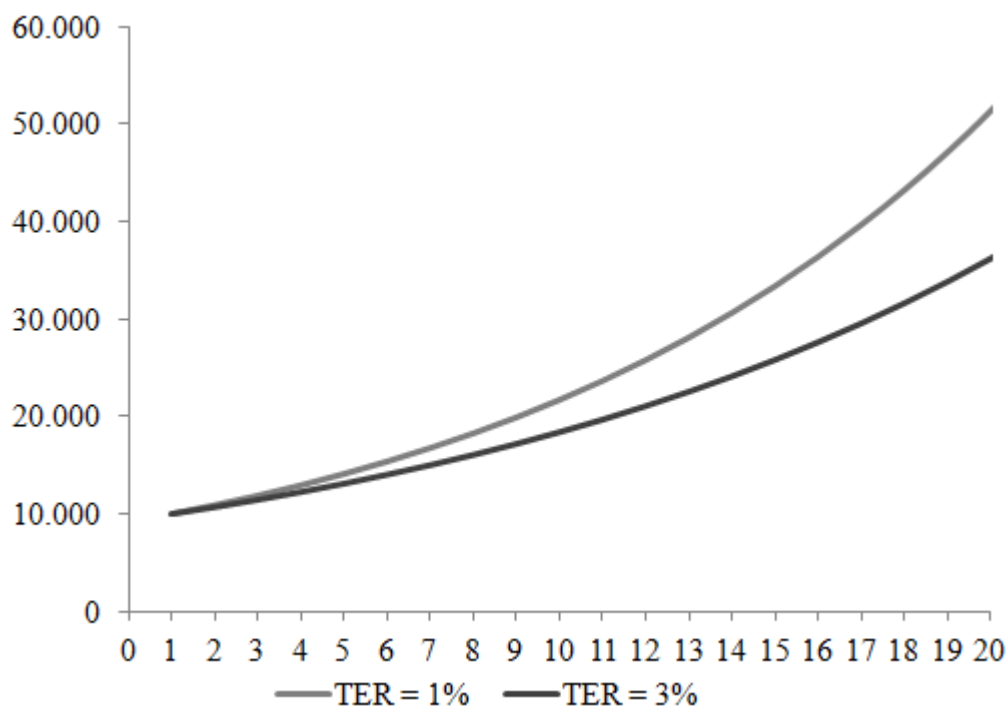
- izračuna in objavlja se ga za obdobje enega leta, ki pa ne ustreza natančno investicijskemu obdobju stranke.

Kadar želijo vlagatelji med seboj primerjati stroške različnih vzajemnih skladov, je prav, da poleg vstopne in izstopne provizije upoštevajo tudi celotne stroške poslovanja na letni ravni. Pri primerjavi je treba upoštevati tudi pričakovano dobo varčevanja, ki je sicer negotova spremenljivka, a pomembna že pri sami izbiri vzajemnega sklada. Pri tovrstni hitri analizi, ki ne zahteva več kot en vpogled v izvleček prospekta izbranega vzajemnega sklada, se kaj hitro ugotovi, da tisto, kar se morda na prvi pogled zdi najbolj ugodna alternativa, to sploh ni. Na ta način utegnejo vlagatelji na koncu privarčevati kar nekaj denarja (NLB, 2011).

### 3.3 Vpliv stroškov na donosnost

V primerjavi s podobnimi vzajemnimi skladi bo vzajemni sklad, ki ima nižje stroške od povprečja, dosegal višjo donosnost. Višina stroškov vedno vpliva na donosnost vzajemnega sklada, pri tem pa je zelo pomembno, da se vlagatelji zavedajo kumulativnih učinkov zmanjšanja donosa.

*Slika 9: Vpliv stroškov na donos vzajemnega sklada*



*Vir: Frontier Investment Management, When is a Total Expense Ratio not a Total Expense Ratio, 2007, str. 4.*

Na Sliki 9 je na hipotetičnem primeru prikazano, da bo, na podlagi začetne naložbe v višini 10.000 enot in 10 odstotnega bruto letnega donosa, po dvajsetih letih naložba v primeru 1-

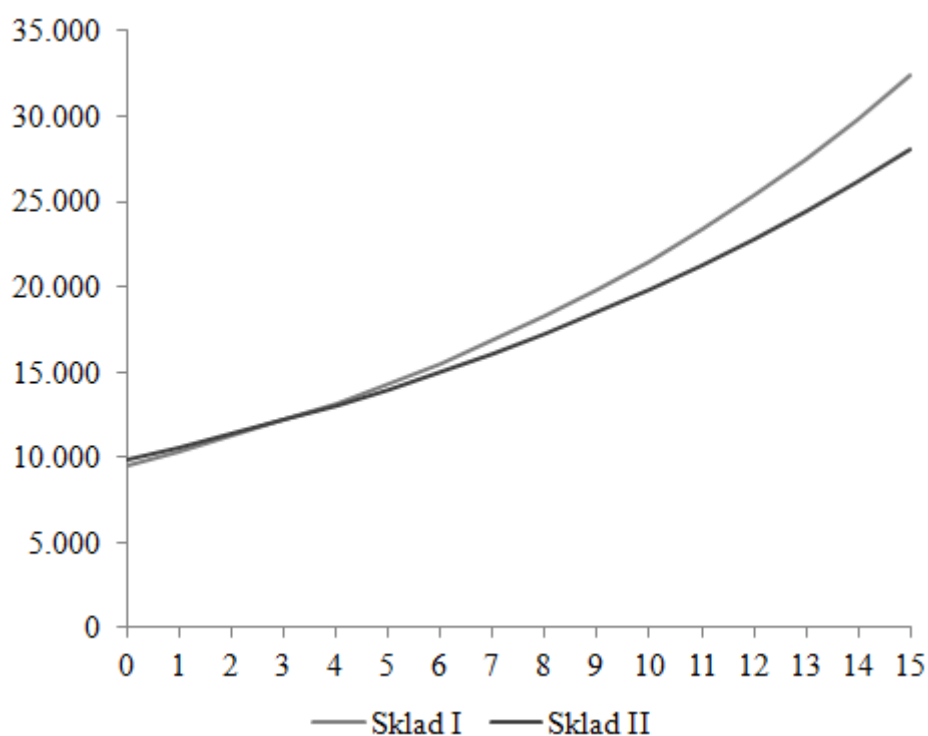
odstotnega TER zrasla na 56.044 enot, v primeru 3-odstotnega TER pa na 38.700 enot, kar pomeni zmanjšanje neto donosa za približno 35 odstotkov.

Vzajemni skladi, ki imajo nižji TER, so pogosto boljši od vzajemnih skladov, ki imajo podobne naložbene cilje. To pomeni, da vzajemni skladi z višjimi stroški, na splošno, ne morejo ustvariti višjih donosov, da bi izničili vpliv višjih stroškov (Madura, 2006, str. 585).

Vlagatelji so pri vzajemnih skladih, po odbitju vseh stroškov, ki bremenijo sklad, deležni celotnega preostalega dobička, doseženega s trgovanjem z vrednostnimi papirji. Slovenski vzajemni skladi prihodke in čisti dobiček v celoti zadržijo in jih imetnikom investicijskih kuponov v obdobju imetništva ne izplačujejo, temveč jih vlagatelju izplačajo šele ob prodaji investicijskih kuponov.

Za ponazoritev pomena višine vstopne in upravljalvske provizije je v nadaljevanju na Sliki 10 prikazan hipotetični primer.

*Slika 10: Gibanje vrednosti enote premoženja pri različnih vstopnih in upravljalvskih provizijah*



Slika 10 prikazuje vrednost enote premoženja za obdobje varčevanja 15 let. Sklad I obračunava 5-odstotno vstopno provizijo in 1,5-odstotno upravljalvsko provizijo, Sklad II pa 1-odstotno vstopno provizijo in 2,8-odstotno upravljalvsko provizijo. Predpostavlja se, da imata oba sklada 10-odstotni bruto letni donos in začetni vložek 10.000 enot. Varčevalcu, ki je svoja sredstva vložil v Sklad I in je bil zaradi višje vstopne provizije njegov začetni vložek manjši, kot če bi vložil v Sklad II, se je zaradi nižje upravljalvske provizije njegov dejanski

donos izenačil že po dobrih treh letih varčevanja. Ob koncu varčevanja je bil njegov privarčevani znesek bistveno višji, kot če bi sredstva vložil v Sklad II.

Družba za upravljanje si lahko v breme sklada izplača samo tiste vrste stroškov v zvezi z upravljanjem vzajemnega sklada, ki so določeni v pravilih upravljanja. V skladu z ZISDU-2 lahko vzajemni sklad bremenijo:

- stroški, povezani s pridobitvijo in odsvojitvijo premoženja vzajemnega sklada;
- stroški plačilnega prometa;
- stroški revidiranja letnega poročila vzajemnega sklada;
- stroški obveščanja imetnikov;
- stroški uveljavljanja pravic iz finančnih instrumentov, ki so v lasti vzajemnega sklada;
- stroški v zvezi s postopki tožb za povrnitev škode, ki jo povzroči premoženju vzajemnega sklada skrbnik z delovanjem v nasprotju z zakonom ter drugimi predpisi, ki se nanašajo na izvajanje skrbniške dejavnosti;
- davki in druge obveznosti dajatev v zvezi s premoženjem vzajemnega sklada;
- stroški skrbniških storitev skrbnika;
- stroški obresti in drugi stroški zadolževanja za posojila, ki jih v skladu z ZISDU-2 družba za upravljanje najema za račun vzajemnega sklada;
- stroški v zvezi z razdelitvijo čistega dobička oziroma prihodkov vzajemnega sklada.

V Tabeli 9 je prikazan hipotetični primer, kako različne višine stroškov vplivajo na višino privarčevanega zneska za dobo varčevanja petnajstih let. Predpostavke izračuna so: istovrstni vzajemni skladi imajo enake povprečne bruto letne donosnosti, različne letne stopnje stroškov, vsi skladi so brez vstopne in izstopne provizije, varčevalec pa na začetku vsakega meseca nakaže znesek 500 enot.

*Tabela 9: Vpliv različnih višin stroškov na donos*

<b>Vrsta vzajemnega sklada</b>	<b>Bruto donos (v %)</b>	<b>Stroški (v %)</b>	<b>Neto donos (v %)</b>	<b>Privarčevani znesek (v EUR)</b>
Skladi denarnega trga				
Nizki stroški	5,0	0,3	4,7	130.859
Visoki stroški	5,0	1,0	4,0	123.455
Obvezniški skladi				
Nizki stroški	8,0	0,5	7,5	166.591
Visoki stroški	8,0	2,0	6,0	146.136
Delniški skladi				
Nizki stroški	12,0	0,6	11,4	238.269
Visoki stroški	12,0	2,5	9,5	199.542

Letni neto donos 4,7 odstotka doprinese vlagatelju v petnajstih letih znesek, ki je višji za 6 odstotkov, kot v primeru letnega neto donosa 4 odstotke. Če bi vlagatelj vlagal v delniške vzajemne sklade, ob predpostavki enakega bruto letnega donosa, bi v primeru letnih stroškov 0,6 pridobil znesek, ki je višji za 19 odstotkov v primerjavi s skladom, ki ima 2,5-odstotne letne stroške.

## 4 UPRAVLJANJE VZAJEMNEGA SKLADA

Način upravljanja vzajemnega sklada pomeni predvsem, na kakšen način bo upravljavec izbral naložbe za vzajemni sklad in kako hitro bo kupoval ter prodajal naložbe.

Ločimo (Lubej, 2005, str. 75):

- pasivni način upravljanja;
- aktivni način upravljanja.

Upravljavec se poslužuje pasivnega načina upravljanja, ko izbere določene finančne instrumente in jih obdrži v portfelju vzajemnega sklada dalj časa. V primeru delniških skladov so to naložbe v delnice stabilnih, velikih in uveljavljenih podjetij, v primeru obvezniških skladov pa naložbe v obveznice držav in podjetij, ki imajo stabilno in demokratično družbeno ter politično ureditev in močno ter trdno gospodarstvo.

Aktivni način upravljanja pomeni, da skuša upravljavec s pogostimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev premagati tržne trende in na ta način povečati donos. Aktivni način upravljanja je lahko precej tvegano, ker zahteva nenehno aktivno spremljanje dogajanja na trgu kapitala, nenehni nakupi in prodaje naložb pa povzročajo tudi višje transakcijske stroške.

### 4.1 Stopnja obrata naložb

Stopnja obrata naložb, ki je označena s kratico PTR (angl. *Portfolio Turnover Rate*), meri aktivnost upravljanja premoženja vzajemnega sklada, pri čemer višja stopnja praviloma pomeni bolj aktivno upravljanje, hkrati pa tudi višje stroške poslovanja s finančnimi instrumenti (transakcijske stroške), ki bremenijo premoženje vzajemnega sklada.

Stopnja obrata naložb se, po direktivi UCITS III, izračuna po formuli:

$$PTR = \frac{X - Y}{\overline{CVS}} \times 100 \quad (4)$$

pri čemer navedeni izrazi pomenijo:

$\overline{CVS}$  - povprečna čista vrednost sredstev vzajemnega sklada v obdobju preteklih 12 mesecev, v evrih;

X - seštevek vrednosti vseh nakupov in vrednosti vseh prodaj finančnih instrumentov, ki jih je vzajemni sklad opravil v obdobju preteklih 12 mesecev, v evrih;

Y - seštevek vrednosti vseh vplačanih oziroma prodanih enot premoženja vzajemnega sklada in vrednosti vseh odkupljenih enot premoženja vzajemnega sklada v obdobju preteklih 12 mesecev, v evrih.

Ker je direktiva UCITS IV ukinila obveznost javnega objavljanja stopnje obrata naložb, so v Tabeli 10 navedeni zadnji dosegljivi podatki za slovenske vzajemne sklade na dan 31. december 2011.

*Tabela 10: Stopnje obrata naložb za obdobje 1. 1. do 31. 12. 2011  
(10 z najnižjo in 10 z najvišjo stopnjo)*

<b>Vzajemni sklad</b>	<b>PTR</b>	<b>Vzajemni sklad</b>	<b>PTR</b>
Abančna DZU Denarni Euro	-281,79	Ilirika Modra kombinacija, mešani	443,24
KD MM, sklad denarnega trga	-257,21	Ilirika Azija, delniški	375,31
Delniški podsklad ALTA WATER	-91,06	Ilirika Brazilija Rusija Indija Kitajska, delniški	372,75
KD Vzhodna Evropa, delniški	-88,25	Ilirika Gazela, delniški	370,02
NFD Obvezniški, obvezniški	-77,61	Ilirika Gold, delniški	339,90
Probanka Gama - obvezniški	-75,06	Perspektiva: WorldMix	316,85
Delniški podsklad ALTA Balkan	-36,70	Probanka Sigma - sklad absol. donosa	295,09
Probanka Biotech – delniški	-36,61	Perspektiva: Special Opportunities, podsklad fleks. strukt. naložb	290,06
Abančna DZU Delniški Azija	-35,60	Perspektiva: ResourceStox	279,50
KD Finance, delniški	-29,63	Perspektiva: WorldStox	273,56

*Vir: Vzajemci, Dokumenti skladov, 2013.*

Najmanjšo stopnjo obrata naložb imajo skladi denarnega trga, kar lahko pojasnimo z dejstvom, da ti skladi pretežen del zbranih sredstev nalagajo v bančne depozite, katerih vrednost se ne upošteva pri izračunu stopnje obrata naložb. V letu 2011 je imel največjo stopnjo obrata naložb vzajemni sklad Ilirika Modra kombinacija mešani, in sicer 443,24 odstotka čiste vrednosti sredstev. Iz tabele je tudi razvidno, da so imeli največjo aktivno naložbeno politiko skladi, ki jih upravljata družbi Ilirika DZU, d. o. o., Ljubljana in Perspektiva DZU, d. o. o.

Metodologija izračuna kazalnika PTR po direktivi UCITS III je neprimerljiva z metodologijo po zakonodaji Združenih držav Amerike, kjer Komisija za vrednostne papirje in borzo (angl. *Securities and Exchange Commission*) predpisuje izračun na način, da se manjšo izmed vrednosti nakupov ali prodaj finančnih instrumentov v določenem obdobju deli s povprečno čisto vrednostjo sredstev vzajemnega sklada v istem obdobju, izražen je v odstotkih (SEC Form, b.1.).

Razlaga kazalnika PTR je zaradi različnih metodologij pri njegovem izračunu drugačna. Kazalnik PTR, izračunan po direktivi UCITS III, pomeni, da čim bližje je PTR ničli, toliko bolj so opravljene transakcije s finančnimi instrumenti neposredno povezane z izdajo in odkupom investicijskih kuponov. Pozitiven PTR kaže, da je bil obseg transakcij s finančnimi instrumenti večji, kot so znašala vplačila in izplačila iz vzajemnega sklada. Pri izračunu kazalnika PTR po ameriški zakonodaji pa velja, da višji kot je odstotek, bolj je upravljanje premoženja aktivno in večji so posledično transakcijski stroški, ki se plačujejo iz sredstev vzajemnega sklada.

V Tabeli 11 je prikazan hipotetični izračun kazalnika PTR po dveh različnih metodologijah. Predpostavke izračuna so naslednje: vsi štirje vzajemni skladi imajo enak ČVS, Sklad I in Sklad II nista imela transakcij s finančnimi instrumenti, Sklad I in Sklad III pa nista imela vplačil in izplačil iz sklada. Transakcijski stroški so 0,05 odstotka od vrednosti transakcij s finančnimi instrumenti.

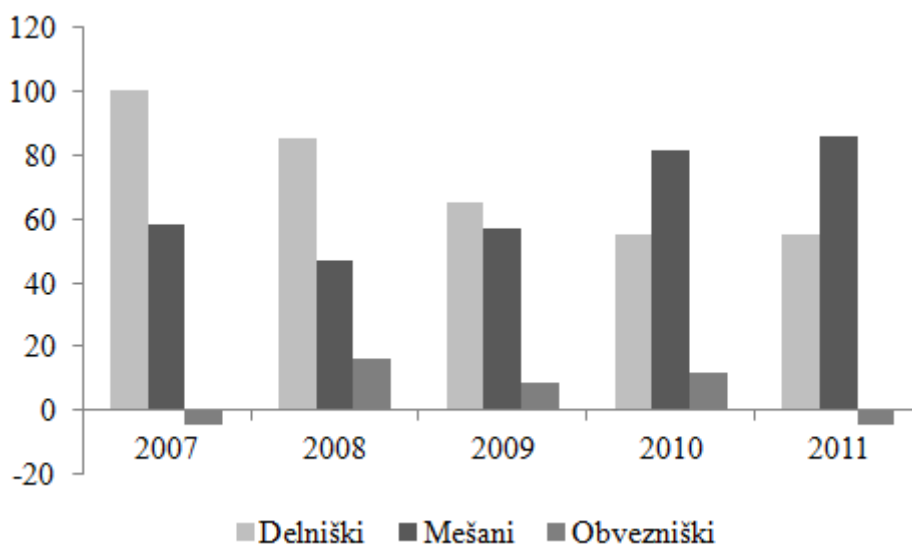
*Tabela 11: Hipotetični primer izračuna kazalnika PTR*

	<b>Sklad I</b>	<b>Sklad II</b>	<b>Sklad III</b>	<b>Sklad IV</b>
ČVS I	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Nakupi finančnih instrumentov	0	0	500.000	600.000
Prodaje finančnih instrumentov	0	0	500.000	600.000
Vplačila enot	0	500.000	0	500.000
Izplačila enot	0	500.000	0	500.000
PTR (UCITS)	0,00	-100,00	100,00	20,00
PTR (ZDA)	0,00	0,00	50,00	60,00
Transakcijski stroški	0	0	500	600

Iz Tabele 11 je razvidno, da naj bi PTR, izračunan po ameriški zakonodaji, prikazoval boljše informacijo glede trgovanja s finančnimi instrumenti in posledično možen vpliv na višje transakcijske stroške.

Družba za upravljanje je morala v skladu z ZISDU-1 izračunavati stopnjo obrata naložb vzajemnega sklada dvakrat letno, in sicer za obdobje preteklega koledarskega leta in za obdobje od 1. julija preteklega koledarskega leta do vključno 30. junija tekočega koledarskega leta.

*Slika 11: Prikaz povprečnega kazalnika PTR za slovenske vzajemne sklade, v obdobju od 2008 do 2011*



*Vir: Vzajemci, Dokumenti skladov, 2013.*

Povprečna stopnja obrata naložb je v opazovanem obdobju pri delniških vzajemnih skladih padala, medtem ko je pri mešanih vzajemnih skladih od leta 2008 dalje naraščala. Povprečne stopnje obrata naložb so pozitivne, kar pomeni, da v povprečju slovenski delniški in mešani vzajemni skladi trgujejo z naložbami v večjem obsegu kot so vplačila in izplačila iz sklada.

## 5 EMPIRIČNA RAZISKAVA STROŠKOV

Upravljalci vzajemnih skladov imajo večinoma različne strategije upravljanja vzajemnega sklada, zato je namen empiričnega dela magistrskega dela, da na podlagi javno dostopnih podatkov ugotovim vpliv in povezavo med velikostjo sklada ter celotnimi stroški vzajemnega sklada, in vpliv na višino transakcijskih stroškov glede na obseg trgovanja s finančnimi instrumenti pri vzajemnih skladih, ki pretežni del zbranih sredstev nalagajo v lastniške vrednostne papirje družb s sedežem v državah hitro rastočih gospodarstev. Pri tistih vzajemnih skladih, kjer imam podatek o skupni višini nakupov in prodaj finančnih instrumentov, želim analizirati tudi vpliv različne metodologije pri izračunu kazalnika PTR in njegovo povezavo z obsegom trgovanja in višino transakcijskih stroškov. Zajeto je obdobje analize od leta 2007 do 2011.

Proučevala sem vzajemne sklade, ki so bili ustanovljeni pred 31. decembrom 2006 in jih upravljajo družbe za upravljanje s sedežem v Sloveniji ter jih lahko glede na naložbeno politiko uvrstimo med delniške globalne sklade trgov v razvoju (angl. *Equity Global Emerging Markets*). Da se posamezen vzajemni sklad uvrsti v omenjeno kategorijo, mora imeti sredstva v delnicah izdajateljev z domicilom v vsaj dveh podregijah trgov v razvoju, brez osredotočanja na eno državo ali podregijo, izpostavljenost do globalne regije trgov v razvoju je najmanj 80-odstotna, naložbe v posamično podregijo pa ne dosežajo 80 odstotkov sredstev sklada (Sklep o tipih in vrstah investicijskih skladov, Ur.l. RS, št. 33/2012). Temu kriteriju je po podatkih na dan 31. december 2011 zadostilo 9 vzajemnih skladov.

*Tabela 12: Struktura naložb delniških vzajemnih skladov držav v razvoju, na dan 31. 12. 2011*

Vzajemni sklad	Brazilijska, Rusija, Indija, Kitajska	J. Koreja, Hong Kong in Tajvan	Azija in Pacifik, trgi v razvoju	Latinska Amerika, trgi v razvoju	Afrika, trgi v razvoju	Ostalo
Delniški podsklad ALTA BrazilRussiaIndiaChina	74,10	16,90	0,00	0,00	0,00	9,00
Ilirika BrazilijaRusijaIndijaKitajska, delniški	47,78	22,21	9,85	1,27	0,00	18,89
INFOND BRIC, delniški	92,11	0,00	0,00	0,00	0,00	7,89
KD Novi trgi, delniški	74,10	8,10	0,00	1,95	0,00	15,85
Krekov MOST Novi trgi, delniški	47,75	20,46	0,89	5,28	7,92	17,70
NFD Novi trgi, delniški	50,42	21,39	0,00	7,96	5,94	14,29
NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva, delniški	36,20	18,72	5,35	14,38	10,71	14,64
Probanka Novi trgi - delniški	53,43	11,62	3,10	17,44	0,00	14,41
Triglav vzajemni skladi - delniški Triglav Rastoči trgi	43,29	21,95	12,67	8,64	8,08	5,37

*Vir: ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2011 Krovni sklad Alta, 2012; Ilirika DZU, Letno poročilo 2011 Ilirika Krovni sklad, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Infond, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krekov krovni sklad, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Probanka, 2012; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2011 KD Krovni sklad, 2012; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2011, 2012; NLB Skladi, Letno poročilo 2011 krovnega sklada NLB Skladi, 2012; Triglav, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2012.*

Proučevano časovno obdobje v raziskavi je 5 let, in sicer od januarja 2007 do decembra 2011.

Podatek o kazalniku TER in PTR je za posamezne vzajemne sklade dosegljiv na spletni strani družb za upravljanje. Podatke o višini celotnih stroškov poslovanja in odhodkov v zvezi s trgovanjem sem pridobila iz objavljenih letnih poročil v izkazu poslovnega izida.

Odhodki v zvezi s trgovanjem so odhodki iz naslova plačil organizatorju trga, borznemu posredniku, klirinško depotni družbi, skrbniku in drugi odhodki, ki nastanejo pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev (Infond, 2012a, str. 14).



Družbe za upravljanje niso dolžne objavljati podatka o višini povprečne čiste vrednosti sredstev sklada, zato je ta podatek za namen raziskave izračunan iz podatka o višini obračunane upravljaljske oziroma skrbniške provizije.

Provizija za upravljanje je določena v odstotku od povprečne čiste vrednosti sredstev podsklada na letni ravni in znaša določen odstotek čiste vrednosti sredstev sklada. Čista vrednost sredstev predstavlja razliko med skupnimi sredstvi sklada in obveznostmi sklada, izkazanimi v računovodskih izkazih na obračunski dan. Obračunski dan je vsak delovni dan v poslovnem letu. Seštevek čistih vrednosti sredstev vzajemnega sklada, po obračunskih dnevih znotraj obračunskega obdobja, deljen s številom obračunskih dni v tem obračunskem obdobju, predstavlja povprečno čisto vrednost sredstev tega obračunskega obdobja oziroma poslovnega leta (Alta Skladi, 2012, str. 17).

Obseg trgovanja s finančnimi instrumenti v posameznem obdobju sem izračunala s pomočjo objavljenega podatka o višini kazalnika PTR, povprečni čisti vrednosti sredstev sklada ter podatka o vplačanih in izplačanih investicijskih kuponih iz izkaza gibanja vrednosti enot premoženja v istem obdobju. Seštevek vrednosti vseh nakupov in vrednosti vseh prodaj finančnih instrumentov je izračunan kot vsota produkta kazalnika PTR in povprečne čiste vrednosti sredstev sklada ter vrednosti vseh vplačanih enot premoženja in vrednosti vseh odkupljenih enot premoženja vzajemnega sklada.

$$X = \frac{PTR \times \overline{CVS}}{100} + Y \quad (5)$$

pri čemer navedeni izrazi pomenijo:

X - seštevek vrednosti vseh nakupov in vrednosti vseh prodaj finančnih instrumentov v obdobju preteklih 12 mesecev;

PTR - stopnja obrata naložb;

$\overline{CVS}$  - povprečna čista vrednost sredstev vzajemnega sklada v obdobju preteklih 12 mesecev v evrih;

Y - seštevek vrednosti vseh vplačanih enot premoženja vzajemnega sklada in vrednosti vseh odkupljenih enot premoženja vzajemnega sklada v obdobju preteklih 12 mesecev, v evrih.

Za analizo povezanosti je bil uporabljen statistični programski paket SPSS. Uporabljena je metoda enostavne linearne regresije. Danes je najpogosteje uporabljena metoda določanja regresijske funkcije metoda, ki minimizira vsoto kvadratov razlik med dejanskimi in z regresijsko funkcijo izračunanimi vrednostmi odvisne spremenljivke. To je tako imenovana metoda najmanjših kvadratov (Pfajfar, 2011, str. 309).

Splošna oblika enostavne (bivariatne) linearne regresije je (Pfajfar, 2011, str. 309):

$$y = \alpha + \beta x + \varepsilon \quad (6)$$

in zapis regresijske funkcije, torej regresijske premice zanjo, je enak

$$y' = \alpha + \beta x \quad (7)$$

pri čemer je:

$\alpha$  - regresijska konstanta, ki predstavlja povprečne vplive vseh ostalih dejavnikov, ki vplivajo na odvisno spremenljivko in niso vključeni v regresijski model. Običajno njena vrednost nima smiselne razlage;

$\beta$  - regresijski koeficient, ki pove, za koliko enot se v povprečju spremeni vrednost odvisne spremenljivke, če se vrednost pojasnjevalne spremenljivke poveča za eno enoto.

Za povezavo med obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti in višino transakcijskih stroškov sem ugotavljala regresijsko funkcijo  $y' = \alpha + \beta x$ , pri čemer je neodvisna spremenljivka  $x$  obseg trgovanja s finančnimi instrumenti, odvisna spremenljivka  $y$  pa višina transakcijskih stroškov oziroma odhodkov v zvezi s trgovanjem, izražena v odstotku od obsega trgovanja s finančnimi instrumenti.

*Tabela 13: Metoda enostavne linearne regresije obsega trgovanja s finančnimi instrumenti in višine relativnih odhodkov v zvezi s trgovanjem*

Model	Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficienti	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
	B	Ocena standardne napake	Beta		
1   Konstanta	,326	,028		11,676	,000
obseg_trgovanja	-,00000001	,000	-,595	-5,388	,000

Vir: ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2010 Krovni sklad Alta, 2011; ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2011 Krovni sklad Alta, 2012; Ilirika DZU, Delniški vzajemni sklad Ilirika Modri korak Poročilo o revidiranju in letni Računovodski izkaz za leto končano 31.12.2008, 2009; Ilirika DZU, Letno poročilo 2010 Ilirika Krovni sklad, 2011; Ilirika DZU, Letno poročilo 2011 Ilirika Krovni sklad, 2012; Infond, Delniški vzajemni sklad Infond BRIC Letno poročilo 2008, 2009; Infond, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Infond, 2011; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Infond, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krekov krovni sklad, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Probanka, 2012; KD Skladi, KD Novi trgi, delniški vzajemni sklad Letno poročilo za leto 2008, 2009; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2010 KD Krovni sklad, 2011; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2011 KD Krovni sklad, 2012; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2008 Krekov sklad Most, delniški vzajemni sklad, 2009; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2010 Krekov krovni sklad, 2011; NFD, Delniški vzajemni sklad NFD Novi trgi Letno poročilo za poslovno leto, končano 31. decembra 2008, 2009; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2010, 2011; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2011, 2012; NLB Skladi, Letno poročilo 2008 NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, 2009; NLB Skladi, Letno poročilo 2010 krovnega sklada NLB Skladi, 2011; NLB Skladi, Letno poročilo 2011 krovnega sklada NLB Skladi, 2012; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Probanka Novi trgi, 2009; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo za leto 2010 Krovni sklad Probanka, 2011; Triglav, Letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Triglav rastoči trgi, 2009; Triglav, Letno poročilo 2010

Na podlagi podatkov je ocenjeni regresijski koeficient  $-1 \times 10^{-9}$ , kar pomeni, da se relativni odhodki v zvezi s trgovanjem v povprečju zmanjšajo za 0,01 odstotne točke, če se obseg trgovanja s finančnimi instrumenti poveča za 1.000.000 evrov.

Pri ugotavljanju odvisnosti med proučevanimi spremenljivkami nas zanima tudi moč ali izrazitost te povezanosti. Najpogosteje uporabljeni meri te moči sta determinacijski in korelacijski koeficient. Izpeljana sta iz razčlenitev vplivov pojasnjevalne spremenljivke na odvisno spremenljivko (Pfajfar, 2011, str. 315).

Povezava med spremenljivkama je tem večja, močnejša, čim več variance odvisne spremenljivke nam je uspelo pojasniti s pojasnjevalno spremenljivko. Razmerje med pojasnjeno in celotno varianco je tako najpogosteje uporabljena splošna mera moči, jakosti povezave med spremenljivkama. Imenuje se determinacijski koeficient (angl. *determination coefficient*), ki ga zapišemo (Pfajfar, 2011, str. 317):

$$\rho_{yx}^2 = \frac{\sigma_y'^2}{\sigma_y^2} = 1 - \frac{\sigma_\varepsilon^2}{\sigma_y^2} \quad (8)$$

pri čemer je:

$\sigma_y'^2$  - pojasnjena varianca

$\sigma_y^2$  - varianca y

$\sigma_\varepsilon^2$  - nepojasnjena varianca

Kadar je pojasnjena varianca enaka 0, takrat med spremenljivkama ni nobene odvisnosti. Vrednost determinacijskega koeficienta pa je enaka 1, kadar je nepojasnjena varianca enaka 0, torej je varianca odvisne spremenljivke v celoti pojasnjena s pojasnjevalno spremenljivko (Pfajfar, 2011, str. 317).

V primeru analize povezave med obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti in relativnimi odhodki v zvezi s trgovanjem znaša determinacijski koeficient 0,354, kar pomeni, da lahko 35,4 odstotka variance relativnih stroškov v zvezi s trgovanjem pojasnimo z linearnim vplivom višine obsega trgovanja.

Korelacijski koeficient je -0,60, kar pomeni, da obstaja med obsegom trgovanja in relativnimi odhodki v zvezi s trgovanjem srednja in zmerena linearna odvisnost.

Če je korelacija med spremenljivkama x in y pozitivna, je korelacijski koeficient  $\rho_{xy}$  pozitiven, če je korelacija negativna, je korelacijski koeficient  $\rho_{xy}$  negativen. Če pojasnjevalna spremenljivka x malo vpliva na odvisno spremenljivko y, je korelacijski

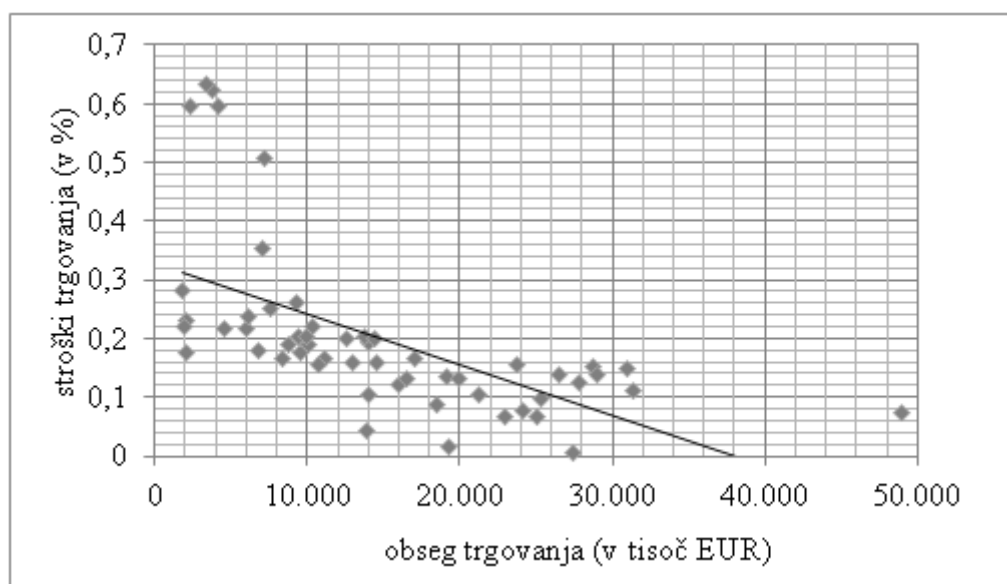
koeficient  $\rho_{xy}$  absolutno blizu 0. Če pojasnjevalna spremenljivka  $x$  močno vpliva na odvisno spremenljivko  $y$ , bodisi pozitivno ali negativno, je korelacijski koeficient  $\rho_{xy}$  blizu vrednosti +1 ali -1 (Pfajfar & Arh, 1998, str. 188).

Vtis o smeri in moči linearne odvisnosti najenostavneje dobimo na podlagi soja točk v razsevnem diagramu. Spremenljivki  $x$  in  $y$  sta povezani linearno, če točke v razsevnem diagramu ležijo na isti premici ali pa se od nje bolj ali manj odklanjajo (ovalna oblika množice točk v razsevnem diagramu). Premico, ki se najbolj prilega točkam, imenujemo regresijska premica.

Ločimo pozitivno in negativno linearno odvisnost:

- pozitivna linearna odvisnost pomeni, da so večje vrednosti neodvisne spremenljivke  $x$ , v povprečju povezane z večjimi vrednostmi odvisne spremenljivke  $y$  (regresijska premica je naraščajoča);
- negativna linearna odvisnost pa pomeni, da so večje vrednosti neodvisne spremenljivke  $x$ , v povprečju povezane z manjšimi vrednostmi odvisne spremenljivke  $y$  (regresijska premica je naraščajoča).

*Slika 12: Razsevni diagram med obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti in relativnimi stroški v zvezi s trgovanjem*



Zanimal me je tudi vpliv ekonomije obsega na poslovanje vzajemnega sklada in s tem povezava med celotnimi stroški poslovanja in obsegom čiste vrednosti sredstev sklada.

Ekonomijo obsega podjetje doseže s širjenjem svoje dejavnosti, in sicer tako, da zniža svoje stroške predvsem na račun fiksnih stroškov, ki jih porazdeli na večje število končnih izdelkov oziroma storitev. V primeru vzajemnih skladov naj bi se ekonomije obsega nanašale predvsem na znižanje stroškov analize vrednostnih papirjev in stroškov upravljanja s portfeljem (Coates & Hubbard, 2007, str. 34).

Coates in Hubbard (2007) sta v svoji raziskavi prišla do ugotovitve, da ekonomija obsega v panogi vzajemnih skladov obstaja, vendar pa ni ključna, da bi povzročila propad manjših in srednje velikih vzajemnih skladov.

Ugotavljala sem regresijsko funkcijo  $y = \alpha + \beta x$ , pri čemer je neodvisna spremenljivka  $x$  višina povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada v posameznem letu, odvisna spremenljivka  $y$  pa višina celotnih stroškov poslovanja, izražena v odstotku od povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada v istem obdobju.

*Tabela 14: Metoda enostavne linearne regresije višine relativnih celotnih stroškov poslovanja in višine povprečne letne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada*

Model	Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficienti	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
	B	Ocena standardne napake	Beta		
1   Konstanta	3,132	,086		36,244	,000
celotni_stroški	-,00000002	,000	-,523	-5,457	,000

Vir: ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2010 Krovni sklad Alta, 2011; ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2011 Krovni sklad Alta, 2012; Ilirika DZU, Delniški vzajemni sklad Ilirika Modri korak Poročilo o revidiranju in letni Računovodski izkaz za leto končano 31.12.2008, 2009; Ilirika DZU, Letno poročilo 2010 Ilirika Krovni sklad, 2011; Ilirika DZU, Letno poročilo 2011 Ilirika Krovni sklad, 2012; Infond, Delniški vzajemni sklad Infond BRIC Letno poročilo 2008, 2009; Infond, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Infond, 2011; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Infond, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krekov krovni sklad, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Probanka, 2012; KD Skladi, KD Novi trgi, delniški vzajemni sklad Letno poročilo za leto 2008, 2009; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2010 KD Krovni sklad, 2011; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2011 KD Krovni sklad, 2012; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2008 Krekov sklad Most, delniški vzajemni sklad, 2009; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2010 Krekov krovni sklad, 2011; NFD, Delniški vzajemni sklad NFD Novi trgi Letno poročilo za poslovno leto, končano 31. decembra 2008, 2009; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2010, 2011; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2011, 2012; NLB Skladi, Letno poročilo 2008 NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, 2009; NLB Skladi, Letno poročilo 2010 krovnega sklada NLB Skladi, 2011; NLB Skladi, Letno poročilo 2011 krovnega sklada NLB Skladi, 2012; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Probanka Novi trgi, 2009; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo za leto 2010 Krovni sklad Probanka, 2011; Triglav, Letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Triglav rastoči trgi, 2009; Triglav, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2011; Triglav Skladi, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2012.

Na podlagi podatkov je ocenjeni regresijski koeficient  $-2 \times 10^{-9}$ , kar pomeni, da se relativni celotni stroški poslovanja v povprečju zmanjšajo za 0,02 odstotne točke, če se obseg čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada poveča za 1.000.000 evrov.

V primeru analize povezave med relativnimi celotnimi stroški poslovanja in višino povprečne čiste vrednosti sredstev znaša determinacijski koeficient 0,274, kar pomeni, da lahko 27,4 odstotka variance relativnih celotnih stroškov poslovanja vzajemnega sklada pojasnimo z linearnim vplivom višine čiste vrednosti sredstev.

Korelacijski koeficient znaša -0,523, kar pomeni, da obstaja med višino čiste vrednosti sredstev in relativnimi celotnimi stroški poslovanja srednja in zmerena linearna odvisnost.

Razlago je potrebno iskati v dejstvu, da največji delež med celotnimi stroški poslovanja predstavlja upravljavska provizija, ki pa je določena v odstotku od povprečne čiste vrednosti sredstev sklada. Zaradi tega se, z večanjem obsega čiste vrednosti sredstev, relativna višina upravljavške provizije ne znižuje.

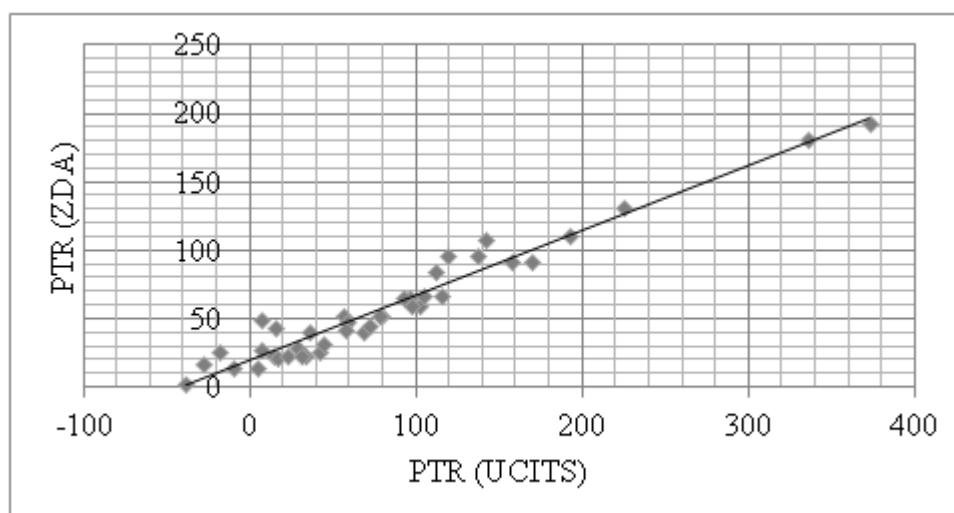
Velikost transakcijskih stroškov je delno odvisna od stopnje obrata naložb. Ker obstajata dva načina izračuna tega kazalnika, me je zanimalo, ali obstaja med njima povezava in kateri odraža boljše predstavo o višini transakcijskih stroškov ter obsegu trgovanja.

Zaradi enotnega poimenovanja kazalnika lahko prihaja do njegove napačne razlage s strani vlagateljev. Pri tistih vzajemnih skladih, za katere sem pridobila podatek o vrednosti nakupov in prodaj s finančnimi instrumenti v posameznem letu, sem izračunala višino kazalnika PTR tudi po ameriški zakonodaji in naredila primerjavo med obema kazalnikoma.

V analizi upoštevani kazalniki PTR obravnavanih vzajemnih skladov so izračunani iz istega nabora podatkov za posamezno obdobje, po dveh različnih metodologijah.

Povezava med kazalnikoma je prikazana na Sliki 13.

Slika 13: Razsevni diagram med kazalnikoma PTR, izračunanima po direktivi UCITS III in po ameriški zakonodaji



Med kazalnikoma obstaja zelo visoka in zelo tesna linearna odvisnost, saj znaša korelacijski koeficient 0,97.

Zanimalo me je, po kateri metodologiji izračunan PTR prikazuje boljšo povezavo med kazalnikom in obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti ter med kazalnikom in višino transakcijskih stroškov.

Za povezavo med kazalnikom PTR in obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti testiram funkcijsko obliko  $y = \alpha + \beta x$ , pri čemer je spremenljivka  $x$  kazalnik PTR in spremenljivka  $y$  obseg trgovanja s finančnimi instrumenti, izražen v odstotku od povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada.

a) PTR, izračunan po direktivi UCITS III:

Tabela 15: Metoda enostavne linearne regresije za PTR (UCITS III) in relativni obseg trgovanja s finančnimi instrumenti

Model		Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficienti	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
		B	Ocena standardne napake	Beta		
1	Konstanta	66,116	7,600		8,700	,000
	PTR_UCITS	,902	,063	,914	14,224	,000

Vir: ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2010 Krovni sklad Alta, 2011; ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2011 Krovni sklad Alta, 2012; Ilirika DZU, Delniški vzajemni sklad Ilirika Modri korak Poročilo o revidiranju in letni Računovodski izkaz za leto končano 31.12.2008, 2009; Ilirika DZU, Letno poročilo 2010 Ilirika Krovni sklad, 2011; Ilirika DZU, Letno poročilo 2011 Ilirika Krovni sklad, 2012; Infond, Delniški vzajemni sklad Infond BRIC Letno poročilo 2008, 2009; Infond, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Infond, 2011; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Infond, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krekov krovni sklad, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Probanka, 2012; KD Skladi, KD Novi trgi, delniški vzajemni sklad Letno poročilo za leto 2008, 2009; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2010 KD Krovni sklad, 2011; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2011 KD Krovni sklad, 2012; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2008 Krekov sklad Most, delniški vzajemni sklad, 2009; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2010 Krekov krovni sklad, 2011; NFD, Delniški vzajemni sklad NFD Novi trgi Letno poročilo za poslovno leto, končano 31. decembra 2008, 2009; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2010, 2011; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2011, 2012; NLB Skladi, Letno poročilo 2008 NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, 2009; NLB Skladi, Letno poročilo 2010 krovnega sklada NLB Skladi, 2011; NLB Skladi, Letno poročilo 2011 krovnega sklada NLB Skladi, 2012; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Probanka Novi trgi, 2009; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo za leto 2010 Krovni sklad Probanka, 2011; Triglav, Letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Triglav rastoči trgi, 2009; Triglav, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2011; Triglav Skladi, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2012.

Na podlagi podatkov je ocenjeni regresijski koeficient 0,902, kar pomeni, da se obseg trgovanja s finančnimi instrumenti v povprečju poveča za 0,902 odstotne točke glede na čisto vrednost sredstev vzajemnega sklada, če se vrednost PTR poveča za 1 odstotno točko.

b) PTR, izračunan po ameriški zakonodaji:

*Tabela 16: Metoda enostavne linearne regresije med PTR (ameriška zakonodaja) in obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti*

Model	Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficienti	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
	B	Ocena standardne napake	Beta		
1   Konstanta	26,078	6,531		3,993	,000
PTR_ZDA	1,954	,090	,960	21,627	,000

Vir: ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2010 Krovni sklad Alta, 2011; ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2011 Krovni sklad Alta, 2012; Ilirika DZU, Delniški vzajemni sklad Ilirika Modri korak Poročilo o revidiranju in letni Računovodski izkaz za leto končano 31.12.2008, 2009; Ilirika DZU, Letno poročilo 2010 Ilirika Krovni sklad, 2011; Ilirika DZU, Letno poročilo 2011 Ilirika Krovni sklad, 2012; Infond, Delniški vzajemni sklad Infond BRIC Letno poročilo 2008, 2009; Infond, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Infond, 2011; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Infond, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krekov krovni sklad, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Probanka, 2012; KD Skladi, KD Novi trgi, delniški vzajemni sklad Letno poročilo za leto 2008, 2009; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2010 KD Krovni sklad, 2011; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2011 KD Krovni sklad, 2012; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2008 Krekov sklad Most, delniški vzajemni sklad, 2009;

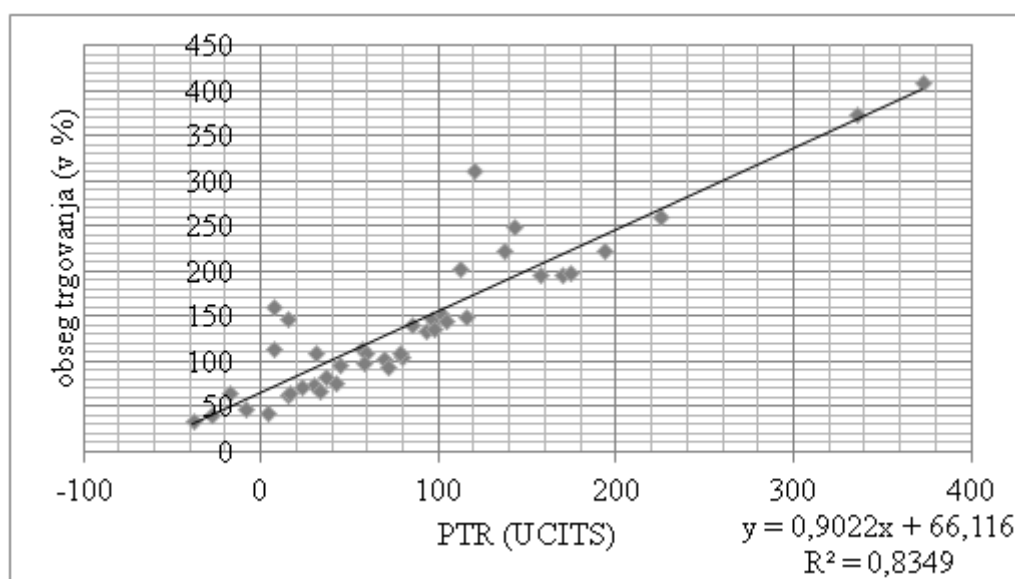


Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2010 Krekov krovni sklad, 2011; NFD, Delniški vzajemni sklad NFD Novi trgi Letno poročilo za poslovno leto, končano 31. decembra 2008, 2009; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2010, 2011; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2011, 2012; NLB Skladi, Letno poročilo 2008 NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, 2009; NLB Skladi, Letno poročilo 2010 krovnega sklada NLB Skladi, 2011; NLB Skladi, Letno poročilo 2011 krovnega sklada NLB Skladi, 2012; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Probanka Novi trgi, 2009; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo za leto 2010 Krovni sklad Probanka, 2011; Triglav, Letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Triglav rastoči trgi, 2009; Triglav, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2011; Triglav Skladi, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2012.

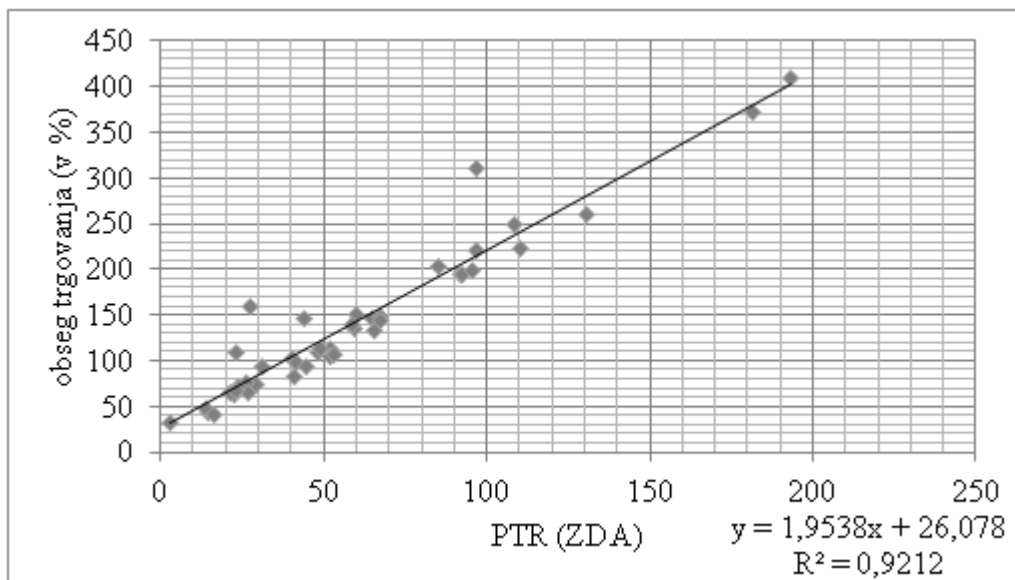
Na podlagi podatkov je ocenjeni regresijski koeficient 1,954, kar pomeni, da se obseg trgovanja s finančnimi instrumenti v povprečju poveča za 1,954 odstotne točke glede na čisto vrednost sredstev, če se vrednost PTR poveča za 1 odstotno točko.

V obeh primerih je korelacijski koeficient pozitiven in statistično značilen, vendar je pri kazalniku PTR, izračunanem po ameriški zakonodaji, večji in znaša 0,96, medtem ko je pri PTR, izračunanem po direktivi UCITS III, korelacijski koeficient 0,91.

*Slika 14: Razsevni diagram med kazalnikoma PTR, izračunanima po direktivi UCITS III, in relativnim obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti*



Slika 15: Razsevni diagram med kazalnikoma PTR, izračunanima po ameriški zakonodaji, in relativnim obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti



V literaturi je velikokrat mogoče zaslediti napačno razlago kazalnika PTR, izračunanega po direktivi UCITS III, na način, da sto odstotkov pomeni, da so bili vsi vrednostni papirji v letu enkrat prerazporejeni. Nizka stopnja obrata pomeni, da upravljavec sklada v tem letu ni pomembno spremenil stanja vrednostih papirjev vzajemnega sklada in tako takšen sklad naj ne bi imel stroškov v zvezi s trgovanjem. Visoka stopnja obrata pomeni močno aktivnost, aktivno upravljanje in večinoma tudi visoke stroške. Zaradi enotne razlage kazalnika PTR, izračunanega po dveh različnih metodologijah, me je zanimal vpliv kazalnika PTR na višino transakcijskih stroškov.

PTR je podatek o obsegu trgovanja s finančnimi instrumenti v razmerju do obsega povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada v obdobju enega leta. Zato sem za namen analize višino transakcijskih stroškov za isto obdobje, ki zajemajo odhodke iz naslova plačil organizatorju trga, borznemu posredniku, klirinško-depotni družbi, skrbniku in druge odhodke, ki nastanejo pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, izrazila v odstotku od obsega povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada.

Za povezavo med kazalnikom PTR in višino transakcijskih stroškov sem testirala funkcijsko obliko  $y = \alpha + \beta x$ , pri čemer je spremenljivka  $x$  kazalnik PTR in spremenljivka  $y$  transakcijski stroški, izraženi v odstotku od povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada.

a) PTR, izračunan po direktivi UCITS III:

*Tabela 17: Metoda enostavne linearne regresije med PTR (UCITS III) in višino relativnih transakcijski stroškov*

Model	Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficienti	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
	B	Ocena standardne napake	Beta		
1   Konstanta	,120	,014		8,567	,000
PTR_UCITS	,001	,000	,904	11,407	,000

Vir: ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2010 Krovni sklad Alta, 2011; ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2011 Krovni sklad Alta, 2012; Ilirika DZU, Delniški vzajemni sklad Ilirika Modri korak Poročilo o revidiranju in letni Računovodski izkaz za leto končano 31.12.2008, 2009; Ilirika DZU, Letno poročilo 2010 Ilirika Krovni sklad, 2011; Ilirika DZU, Letno poročilo 2011 Ilirika Krovni sklad, 2012; Infond, Delniški vzajemni sklad Infond BRIC Letno poročilo 2008, 2009; Infond, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Infond, 2011; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Infond, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krekov krovni sklad, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Probanka, 2012; KD Skladi, KD Novi trgi, delniški vzajemni sklad Letno poročilo za leto 2008, 2009; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2010 KD Krovni sklad, 2011; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2011 KD Krovni sklad, 2012; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2008 Krekov sklad Most, delniški vzajemni sklad, 2009; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2010 Krekov krovni sklad, 2011; NFD, Delniški vzajemni sklad NFD Novi trgi Letno poročilo za poslovno leto, končano 31. decembra 2008, 2009; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2010, 2011; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2011, 2012; NLB Skladi, Letno poročilo 2008 NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, 2009; NLB Skladi, Letno poročilo 2010 krovnega sklada NLB Skladi, 2011; NLB Skladi, Letno poročilo 2011 krovnega sklada NLB Skladi, 2012; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Probanka Novi trgi, 2009; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo za leto 2010 Krovni sklad Probanka, 2011; Triglav, Letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Triglav rastoči trgi, 2009; Triglav, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2011; Triglav Skladi, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2012.

Na podlagi podatkov je ocenjeni regresijski koeficient 0,001, kar pomeni, da se relativni transakcijski stroški v povprečju povečajo za 0,01 odstotne točke, glede na čisto vrednost sredstev vzajemnega sklada, če se PTR, izračunan po direktivi UCITS III, poveča za 10 odstotnih točk.

V primeru analize povezave med PTR, izračunanem po direktivi UCITS III, in višino transakcijskih stroškov znaša determinacijski koeficient 0,818, kar pomeni, da lahko 81,8 odstotka variance transakcijskih stroškov pojasnimo z linearnim vplivom višine kazalnika PTR.

Korelacijski koeficient znaša 0,904, kar pomeni, da je linearna povezanost med kazalnikom PTR, izračunanem po direktivi UCITS III, in relativnimi transakcijskimi stroški visoka in tesna.

b) PTR izračunan po ameriški zakonodaji

*Tabela 18: Metoda enostavne linearne regresije med PTR (ameriška zakonodaja) in višino transakcijskih stroškov*

Model	Nestandardizirani koeficienti		Standardizirani koeficienti	t-test	Stopnja značilnosti (Sig.)
	B	Ocena standardne napake	Beta		
1   Konstanta	,089	,015		5,845	,000
PTR_ZDA	,002	,000	,916	12,266	,000

Vir: ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2010 Krovni sklad Alta, 2011; ALTA Skladi, Revidirano letno poročilo 2011 Krovni sklad Alta, 2012; Ilirika DZU, Delniški vzajemni sklad Ilirika Modri korak Poročilo o revidiranju in letni Računovodski izkaz za leto končano 31.12.2008, 2009; Ilirika DZU, Letno poročilo 2010 Ilirika Krovni sklad, 2011; Ilirika DZU, Letno poročilo 2011 Ilirika Krovni sklad, 2012; Infond, Delniški vzajemni sklad Infond BRIC Letno poročilo 2008, 2009; Infond, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Infond, 2011; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Infond, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krekov krovni sklad, 2012; Infond, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Probanka, 2012; KD Skladi, KD Novi trgi, delniški vzajemni sklad Letno poročilo za leto 2008, 2009; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2010 KD Krovni sklad, 2011; KD Skladi, Letno poročilo za leto 2011 KD Krovni sklad, 2012; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2008 Krekov sklad Most, delniški vzajemni sklad, 2009; Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, Letno poročilo za leto 2010 Krekov krovni sklad, 2011; NFD, Delniški vzajemni sklad NFD Novi trgi Letno poročilo za poslovno leto, končano 31. decembra 2008, 2009; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2010, 2011; NFD, Krovni sklad NFD Letno poročilo 2011, 2012; NLB Skladi, Letno poročilo 2008 NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, 2009; NLB Skladi, Letno poročilo 2010 krovnega sklada NLB Skladi, 2011; NLB Skladi, Letno poročilo 2011 krovnega sklada NLB Skladi, 2012; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Probanka Novi trgi, 2009; Probanka upravljanje premoženja, Revidirano letno poročilo za leto 2010 Krovni sklad Probanka, 2011; Triglav, Letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Triglav rastoči trgi, 2009; Triglav, Letno poročilo 2010 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2011; Triglav Skladi, Letno poročilo 2011 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, 2012.

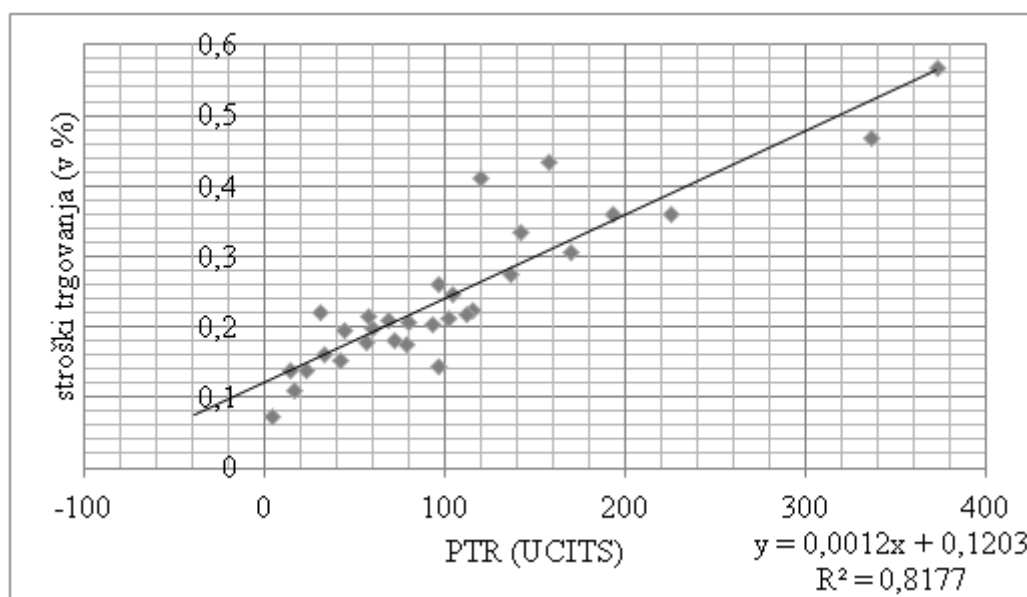
Na podlagi podatkov je ocenjeni regresijski koeficient 0,002, kar pomeni, da se relativni transakcijski stroški v povprečju povečajo za 0,02 odstotne točke, če se PTR, izračunan po ameriški zakonodaji, poveča za 10 odstotnih točk.

V primeru analize povezave med PTR, izračunanem po ameriški zakonodaji, in višino transakcijskih stroškov znaša determinacijski koeficient 0,838, kar pomeni, da lahko 83,8 odstotka variance transakcijskih stroškov pojasnimo z linearnim vplivom višine kazalnika PTR.

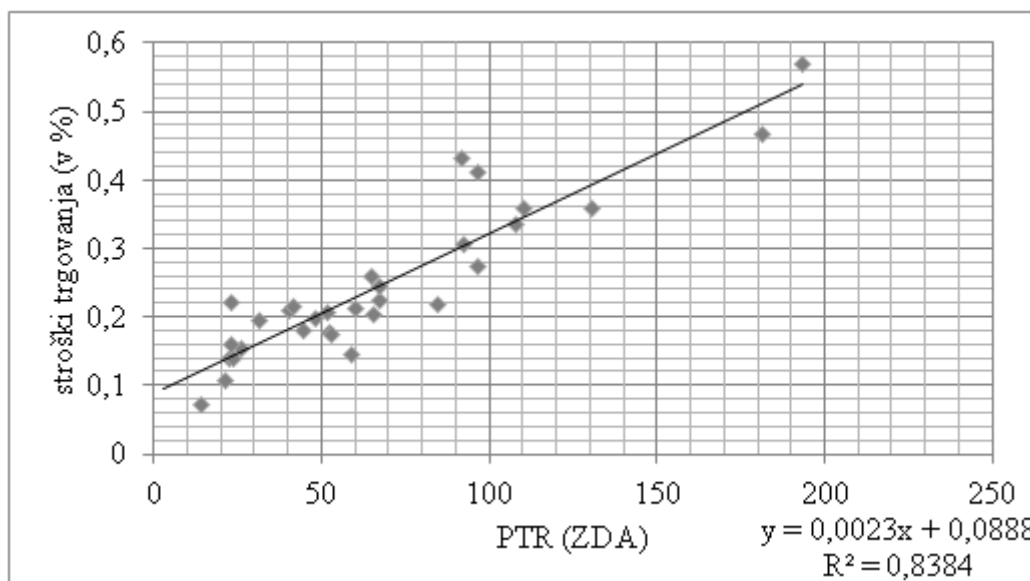
Korelacijski koeficient znaša 0,916, kar pomeni, da je linearna povezanost med kazalnikom PTR, izračunanem po ameriški zakonodaji, in relativnimi transakcijskimi stroški visoka in tesna.

Povezava med kazalnikom PTR, ne glede na uporabljeno metodologijo pri njegovem izračunu, in višino transakcijskih stroškov je v obeh primerih statistično značilna. Boljšo povezavo pa ponuja PTR, izračunan po ameriški zakonodaji, saj je statistično ta povezava bolj značilna.

*Slika 16: Razsevni diagram med kazalnikom PTR, izračunanem po direktivi UCITS III, in višino transakcijskih stroškov*



*Slika 17: Razsevni diagram med kazalnikoma PTR, izračunanima po ameriški zakonodaji, in višino transakcijskih stroškov*



## SKLEP

Varčevanje v vzajemnih skladih, ki so del investicijskih skladov, je bilo pred nastopom finančne krize zelo priljubljena oblika varčevanja. Število vzajemnih skladov in družb za upravljanje je naraščalo, prav tako tudi število vlagateljev. Pri varčevanju v vzajemnih skladih je zelo pomembno dejstvo, da lahko na trg kapitala stopijo tudi manjši investitorji z manjšimi zneski, saj varčevanje v vzajemnih skladih nudi predvsem manjšim investitorjem številne prednosti.

Ob nastopu finančne krize se je čista vrednost sredstev v vzajemnih skladih zmanjšala. Vzrok je, da so številni vlagatelji unovčili svoje investicijske kupone, poleg tega pa so padli tudi tečaji vrednostnih papirjev na svetovnih borzah, kar posledično zmanjša vrednost aktive vzajemnega sklada. Družbe za upravljanje so zaradi nižjega prihodka, ki ga dobijo predvsem iz naslova upravljalvske provizije, potisnjene v procese racionalizacije svojega poslovanja, kar otežuje delo predvsem manjšim družbam za upravljanje. Zaradi tega smo priče prevzemanju manjših družb za upravljanje s strani večjih in združevanju vzajemnih skladov s podobno naložbeno politiko.

Nabor vzajemnih skladov, ki jih ima vlagatelj na voljo, je zelo velik. Veliko število vzajemnih skladov povečuje možnost izbire, vendar pa zmanjšuje preglednost trga. Vlagatelj naj bi izbral takšen vzajemni sklad, ki mu najbolj ustreza glede finančnih ciljev, finančnih razmer, odnosa do tveganja in njihovih lastnih izkušenj v zvezi z naložbami v vrednostne papirje.

Vlagatelji morajo posvetiti del svoje pozornosti tudi stroškom, kajti poznavanje stroškov vzajemnega sklada je eden izmed ključnih dejavnikov za doseganje zelenih ciljev. Pri poslovanju z vzajemnim skladom nastajata dve vrsti stroškov: neposredni stroški, ki jih vlagatelj plača ob vstopu in izstopu iz vzajemnega sklada, ter posredni stroški, ki bremenijo sredstva vzajemnega sklada in jih vlagatelj plačuje celotno obdobje lastništva enot.

Ker je varčevanje v vzajemnih skladih praviloma dolgoročno, so pomembnejši posredni stroški. Višja vstopna provizija in posledično nižji začetni vložek se lahko po nekaj letih lastništva enot, zaradi nižje upravljalvske provizije, izenači z naložbo v vzajemni sklad, ki ima nižjo vstopno provizijo in višjo upravljalvsko provizijo. Čim daljše je obdobje varčevanja, tem večji je donos pri vzajemnem skladu z nižjo upravljalvsko provizijo, ob predpostavki, da so ostali dejavniki, ki vplivajo na donosnost, enaki.

Družbe za upravljanje so dolžne za vzajemne sklade, ki jih upravljajo, objavljati višino kazalnika TER. Objava kazalnika lahko potencialno poveča konkurenco med družbami za upravljanje, kar navsezadnje pomeni nižje stroške za vlagatelje. Stroški, ki vstopajo v izračun kazalnika, so skoraj vsi stroški, ki nastanejo pri poslovanju vzajemnega sklada, z izjemo transakcijskih stroškov.

Višina transakcijskih stroškov je delno odvisna od stopnje obrata naložb - PTR. Zaradi različnih metodologij pri njegovem izračunu in zaradi enotnega poimenovanja kazalnika lahko prihaja do njegove napačne razlage. Medtem, ko naj bi kazalnik PTR ponudil vlagateljem informacijo o aktivnosti upravljanja premoženja vzajemnega sklada, je izračun kazalnika, določen v direktivi UCITS III, slabo zasnovan. Izračun kazalnika PTR po ameriški zakonodaji nudi boljše predstavo o aktivnosti upravljanja premoženja, saj znaša v opravljeni analizi izračunani korelacijski koeficient med kazalnikom PTR po ameriški zakonodaji in relativnim obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti 0,96, medtem ko je korelacijski koeficient pri PTR po direktivi UCITS III 0,91. Izračuni v magistrskem delu tudi potrjujejo, da obstaja večja povezava med PTR in relativnimi transakcijskimi stroški v primeru PTR, ki je izračunan po ameriški zakonodaji. Korelacijski koeficient med relativnimi transakcijskimi stroški in PTR, izračunanem po direktivi UCITS III, znaša 0,904, medtem ko je pri PTR, izračunanem po ameriški zakonodaji, korelacijski koeficient 0,916. Sicer sta obe povezavi med kazalnikom PTR, ne glede na uporabljeno metodologijo pri njegovem izračunu, in višino transakcijskih stroškov oziroma obsegom trgovanja s finančnimi instrumenti, statistično značilni.

V primeru vzajemnih skladov naj bi se ekonomija obsega nanašala predvsem na zniževanje relativnih stroškov v zvezi z analizo vrednostnih papirjev in stroškov upravljanja vzajemnega sklada. V analizi za magistrsko delo ugotovljeni rezultati kažejo na negativno povezavo med relativnimi celotnimi stroški poslovanja in višino povprečne čiste vrednosti sredstev, kar pomeni, da dosegajo vzajemni skladi z večjim obsegom čiste vrednosti sredstev nižje relativne celotne stroške poslovanja, in sicer naj bi se v povprečju relativni celotni stroški poslovanja znižali za 0,02 odstotne točke, če se obseg čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada poveča za en milijon evrov. Negativna povezava je sicer majhna, kajti največji delež med celotnimi stroški poslovanja predstavlja upravljavska provizija, ki pa je določena v odstotku od povprečne čiste vrednosti sredstev sklada in se, z večanjem obsega čiste vrednosti sredstev, njena relativna višina ne znižuje.

Tisti vzajemni skladi, ki trgujejo z naložbami v večjem obsegu, lahko dosežejo nižje transakcijske stroške na enoto. Izračuni kažejo, da se relativni transakcijski stroški v povprečju znižajo za 0,01 odstotne točke, če se obseg trgovanja s finančnimi instrumenti poveča za en milijon evrov. Vendar so izračuni potrdili, da sicer obstaja negativna povezava med obsegom trgovanja in relativnimi transakcijskimi stroški, vendar pa je ta povezava le zmerna.

## LITERATURA IN VIRI

1. Abanka Skladi d. o. o. (2013). *Letno poročilo* (interno gradivo). Ljubljana: Abanka Skladi d. o. o.
2. ALTA Skladi d. d. (2011). *Revidirano letno poročilo 2010 Krovni sklad Alta* (interno gradivo). Ljubljana: ALTA Skladi, družba za upravljanje, d. d.
3. ALTA Skladi d. d. (2012). *Revidirano letno poročilo 2011 Krovni sklad Alta* (interno gradivo). Ljubljana: ALTA Skladi, družba za upravljanje, d. d.
4. ALTA Skladi d. d. (2013). *Revidirano letno poročilo za leto 2012* (interno gradivo). Ljubljana: ALTA Skladi, družba za upravljanje, d. d.
5. ATPV. (2002). Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001. Najdeno 15. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=58>
6. ATPV. (2004). Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2003. Najdeno 15. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=58>
7. ATPV. (2006). Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2005. Najdeno 15. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=58>
8. ATPV. (2008). Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2007. Najdeno 15. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=58>
9. ATPV. (2013). Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2012. Najdeno 1. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=58>
10. Balkovec, J. (2000). *Skrb za osebno premoženje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
11. Banka Slovenije. (2013a). Poročilo o finančni stabilnosti. Najdeno 22. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?MapaId=285>
12. Banka Slovenije. (2013b). Bilten. Najdeno 12. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/iskalniki/bilteni.asp?MapaId=229>
13. Benz, C., Di Teresa, P., & Kinnel, R. (2003). *Morningstar Guide to Mutual Funds*. Hoboken: John Wiley & Sons.
14. Berk, A. (2005, 20. september). Naši skladi manj dejavni od tujih, a dražji. *Finance*, str. 26.
15. Berk, A., Lončarski, I., & Zajc, P. (2006). *Poslovne finance*. (3. dopolnjena in popravljena izdaja). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (1999). *Investments* (4<sup>th</sup> ed). New York: McGraw-Hill.
17. Bogle, J. C. (1994). *Bogle on mutual funds: new perspectives for the intelligent investor*. New York: Irwin.
18. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2002). *Intermediate financial management*. Singapore: South – Western/Thomson Learning.
19. Chalmers, J. M. R., Edelen, R. M., & Kadlec, G. B. (1999, 23. november). An analysis of mutual fund trading costs. Najdeno 10. avgusta 2012 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=195849](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=195849)
20. Coates, J. C., & Hubbard, R. G. (2007, 13. avgust). Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy. Najdeno 12. junija 2013 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1005426](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1005426)



21. Committee of European Securities Regulators. (2010). *CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*. Pariz: Committee of European Securities Regulators.
22. Deepthi, F., Klapper, L. F., Sulla, V., & Vittas, D. (2004, 21. december). The Global Growth of Mutual Funds. *World Bank Policy Research. Working Paper 3055*. Najdeno 15. aprila 2013 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=636417](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636417)
23. Edelen, R., Evans, R., & Kadlec, G. B. (2007, 17. marec). Scale effects in mutual fund performance: The role of trading costs. Najdeno 15. aprila 2013 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=951367](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=951367)
24. European Fund and Asset Management Association. (2013). *Quarterly Statistical Release N°52. Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2012 and Results for the Full Year 2012*. Najdeno 22. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.efama.org/statistics/SitePages/Statistics.aspx>
25. Fink, M. (2008). *The rise of mutual funds: an insider's view*. New York: Oxford University Press.
26. Fredman, A. J. (1993). *How mutual funds work*. New York: Institute of Finance.
27. Frontier Investment Management. (2007). *When is a Total Expense Ratio not a Total Expense Ratio*. London: Frontier Investment Management LLP.
28. Gastineau, G. L. (2010). *The exchange-trades funds manual*. New York: Wiley.
29. Haslem, J. A. (2008, 11. junij). Assessing Mutual Fund Expenses and Transaction Costs. Najdeno 11. aprila 2012 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1144168](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1144168)
30. Ilirika DZU d. o. o. (2009). *Delniški vzajemni sklad Ilirika Modri korak Poročilo o revidiranju in letni Računovodski izkaz za leto končano 31.12.2008* (interno gradivo). Ljubljana: ILIRIKA DZU, d.o.o.
31. Ilirika DZU d. o. o. (2011). *Letno poročilo 2010 Ilirika Krovni sklad* (interno gradivo). Ljubljana: ILIRIKA DZU, d.o.o.
32. Ilirika DZU d. o. o. (2012). *Letno poročilo 2011 Ilirika Krovni sklad* (interno gradivo). Ljubljana: ILIRIKA DZU, d.o.o., Ljubljana.
33. Ilirika DZU d. o. o. (2013). *Letno poročilo* (interno gradivo). Ljubljana: ILIRIKA DZU, d.o.o.
34. Infond d. o. o. (2009). *Delniški vzajemni sklad Infond BRIC Letno poročilo 2008* (interno gradivo). Maribor: KBM-INFOND, družba za upravljanje, d.o.o. - Skupina Nove KBM.
35. Infond d. o. o. (2011). *Letno poročilo 2010 Krovni sklad Infond* (interno gradivo). Maribor: KBM-INFOND, družba za upravljanje, d.o.o. - Skupina Nove KBM.
36. Infond d. o. o. (2012a). *Letno poročilo 2011 Krovni sklad Infond* (interno gradivo). Maribor: KBM-INFOND, družba za upravljanje, d.o.o. - Skupina Nove KBM.
37. Infond d. o. o. (2012b). *Letno poročilo 2011 Krekov krovni sklad* (interno gradivo). Maribor: KBM-INFOND, družba za upravljanje, d.o.o. - Skupina Nove KBM.
38. Infond d. o. o. (2012c). *Letno poročilo 2011 Krovni sklad Probanka* (interno gradivo). Maribor: KBM-INFOND, družba za upravljanje, d.o.o. - Skupina Nove KBM.

39. Infond d. o. o. (2013). *Letno poročilo 2012* (interno gradivo). Maribor: KBM-INFOND, družba za upravljanje, d.o.o. - Skupina Nove KBM.
40. Infond d. o. o. (b.l.). ABC naložb v vzajemne sklade. Najdeno 29. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.infond.si/info-tocka/publikacije/?key=1-16>
41. Jesenek, M. (2003). *Vodnik za preračunljivo investiranje*. Velenje: Pozoj.
42. KD Skladi d. o. o. (2009). *KD Novi trgi, delniški vzajemni sklad Letno poročilo za leto 2008* (interno gradivo). Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
43. KD Skladi d. o. o. (2011). *Letno poročilo za leto 2010 KD Krovni sklad* (interno gradivo). Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
44. KD Skladi d. o. o. (2012). *Letno poročilo za leto 2011 KD Krovni sklad* (interno gradivo). Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
45. KD Skladi d. o. o. (2013a). *Letno poročilo* (interno gradivo). Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
46. KD Skladi d. o. o. (2013b). *Prospekt krovnega sklada KD* (interno gradivo). Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
47. Kinnel, R. (2009). *Funs spy morningstar's inside secret to selecting mutual funds that outperform*. New Jersey: Wiley.
48. Kleindienst, R. (2001). *Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih ciljev*. Ljubljana: Založba GV.
49. Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov d. o. o. (2009). *Letno poročilo za leto 2008 Krekov sklad Most, delniški vzajemni sklad* (interno gradivo). Maribor: Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov d. o. o.
50. Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov d. o. o. (2011). *Letno poročilo za leto 2010 Krekov krovni sklad* (interno gradivo). Maribor: Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov d. o. o.
51. Lubej, S. (2005). *Vzajemni skladi za vsakogar*. Maribor: Kapital.
52. Lubej, S., & Stanovnik, A. (2009). *Urejene osebne finance za vsakogar*. Maribor: Kapital.
53. Macrae, T. W. (1997). *Managing your own finances*. London: International Thompson Business.
54. Madura, J. (2006). *Financial Markets and Institutions*. Mason Ohio: Thomson/South-Western cop.
55. Milič, M. (2013, 20. marec). Blaž: Stroški skladov rastejo, kar me zelo moti! *Moje Finance*, str. 24.
56. Mishkin, F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (7<sup>th</sup> ed.). Boston: Pearson.
57. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
58. Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
59. NFD d. o. o. (2009). *Delniški vzajemni sklad NFD Novi trgi Letno poročilo za poslovno leto, končano 31. decembra 2008* (interno gradivo). Ljubljana: NFD d. o. o.
60. NFD d. o. o. (2011). *Krovni sklad NFD Letno poročilo 2010* (interno gradivo). Ljubljana: NFD d. o. o.

61. NFD d. o. o. (2012). *Krovni sklad NFD Letno poročilo 2011* (interno gradivo). Ljubljana: NFD d. o. o.
62. NFD d. o. o. (2013). *Letno poročilo za poslovno leto, ki se je končalo 31. 12. 2012* (interno gradivo). Ljubljana: NFD d. o. o.
63. NLB Skladi d. o. o. (2009). *Letno poročilo 2008 NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva* (interno gradivo). Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
64. NLB Skladi d. o. o. (2011). *Letno poročilo 2010 krovnega sklada NLB Skladi* (interno gradivo). Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
65. NLB Skladi d. o. o. (2012). *Letno poročilo 2011 krovnega sklada NLB Skladi* (interno gradivo). Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
66. NLB Skladi d. o. o. (2013). *Letno poročilo 2012* (interno gradivo). Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
67. NLB Skladi. (2013). Pogosta vprašanja in odgovori. Najdeno 11. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.nlbskladi.si/pogosta-vprasanja-in-odgovori>
68. NLB. (2011). NLB Skladi - Strategija v zadregi. Najdeno 16. avgusta 2012 na spletnem naslovu <https://elba.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=34849&SeS=66249722135589-131606865>
69. Perspektiva DZU d. o. o. (2013). *Letno poročilo 2012* (interno gradivo). Ljubljana: Perspektiva DZU, d. o. o.
70. Pfajfar, L. (2011). *Osnovna statistika za ekonomske in poslovne vede*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
71. Pfajfar, L., & Arh, F. (1998). *Statistika I*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
72. Pozen, R. C. (1999). *The Mutual Funds Business*. Cambridge: The MIT Press.
73. Primorski skladi d. d. (2013). *Letno poročilo o poslovanju v letu 2012* (interno gradivo). Koper: Primorski skladi d. d.
74. Probanka upravljanje premoženja d. o. o. (2009). *Revidirano letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Probanka Novi trgi* (interno gradivo). Maribor: Probanka upravljanje premoženja d. o. o.
75. Probanka upravljanje premoženja d. o. o. (2011). *Revidirano letno poročilo za leto 2010 Krovni sklad Probanka* (interno gradivo). Maribor: Probanka upravljanje premoženja d. o. o.
76. Rugg, D. D. (1986). *The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds*. Homewood: Dow Jones-Irwin.
77. SEC FORM. (b.l.). N-1A. Najdeno 16. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/about/forms/formn-1a.pdf>
78. Sharpe, W. F., & Gordon, A. (1990). *Investments*. New Jersey: Prentice – Hall.
79. Sklep o izračunu čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada. *Uradni list RS* št. 33/12.
80. Sklep o tipih in vrstah investicijskih skladov. *Uradni list RS* št. 33/12.
81. Strong, R. A. (2003). *Portfolio Construction, Management and Protection*. Ohio: South-Western.
82. Triglav d. o. o. (2009). *Letno poročilo 2008 Delniški vzajemni sklad Triglav rastoči trgi* (interno gradivo). Ljubljana: Triglav, družba za upravljanje, d. o. o.

83. Triglav d. o. o. (2011). *Letno poročilo 2010 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi* (interno gradivo). Ljubljana: Triglav, družba za upravljanje, d. o. o.
84. Triglav Skladi d. o. o. (2012). *Letno poročilo 2011 Krovni sklad Triglav vzajemni skladi* (interno gradivo). Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
85. Triglav Skladi d. o. o. (2013). *Letno poročilo 2012* (interno gradivo). Ljubljana: Triglav Skladi, d. o. o.
86. Vernimmen, P. (2005). *Corporate finance: theory and practice Chichester*. Hoboken (NY): J. Wiley.
87. Vzajemci. (2013a). Dokumenti skladov. Najdeno 11. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://vzajemci.com/statistics/stats8>
88. Vzajemci. (2013b). Donosnost. Najdeno 11. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://vzajemci.com/statistika/donosnost>
89. Vzajemci. (2013c). Standardni odklon. Najdeno 11. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://vzajemci.com/statistics/stats6>
90. Vzajemci. (b.l.). Kakšno je tveganje in donosi vzajemnih skladov? Najdeno 16. avgusta 2012 na spletnem naslovu [http://vzajemci.com/osnove\\_vzajemcev/16](http://vzajemci.com/osnove_vzajemcev/16)
91. Zakon o dohodnini (ZDoh-2). *Uradni list RS št. 117/06, 90/07, 119/07, 10/08, 92/08, 78/08, 125/08, 119/08, 20/09, 104/09, 10/10, 13/10, 20/10, 43/10, 106/10, 103/10, 9/11 - ZUKD-1, 105/11, Odl. US: 9/12*.
92. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-2). *Uradni list RS št. 77/2011*.
93. Zakon o trgu vrednostnih papirjev. *Uradni list RS št. 6/1994*.
94. Zavodnik, E. (2006). Ekonomski kapital – nova vsebina upravljanja s tveganji v bankah (1). *Bančni vestnik*, 55(7/8), 12-16.
95. Zobavnik, I. (1997). Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov. *Bančni vestnik*, 46(11), 2-7.
96. Žnidaršič Kranjc, A. (1999). *Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga*. Postojna: Dej.