

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV ZDRUŽEVANJA VZAJEMNIH SKLADOV NA NETO
VPLAČILA**

Ljubljana, marec 2018

MOJCA MARIJA NAGLIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Mojca Marija Naglič, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Vpliv združevanja vzajemnih skladov na neto vplačila, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem izr. prof. dr. Alešem Berkom Skokom

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne 5. 4. 2018

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 INVESTICIJSKI SKLADI	4
1.1 Pravna ureditev investicijskih skladov	4
1.2 Družbe za upravljanje.....	5
1.3 Skrbnik premoženja investicijskega sklada	7
1.4 Vrste vzajemnih skladov	9
1.5 Značilnosti vzajemnih skladov	10
1.5.1 Čista vrednost sredstev	10
1.5.2 Vrednost enote premoženja	11
1.5.3 Investicijski kuponi.....	11
1.5.4 Celotni stroški poslovanja.....	12
1.5.5 Sintetični kazalnik tveganja in donosa	13
2 TRG VZAJEMNIH SKLADOV V OBDOBJU 2010–2016	15
2.1 Trg vzajemnih skladov v ZDA	15
2.2 Trg vzajemnih skladov v Evropi	18
2.3 Trg vzajemnih skladov v Sloveniji	21
3 PRENOS UPRAVLJANJA IN ZDRUŽITEV VZAJEMNIH SKLADOV	26
3.1 Prenos upravljanja vzajemnih skladov	26
3.2 Združitve vzajemnih skladov	27
3.2.1 Pravna ureditev združitve vzajemnih skladov v Sloveniji.....	27
3.2.2 Načela in pogoji združitve	28
3.2.3 Postopek združitve vzajemnih skladov.....	29
3.2.3.1 <i>Revizija pripojitve</i>	<i>30</i>
3.2.3.2 <i>Pravice imetnikov investicijskih kuponov prenosnega in prevzemnega sklada</i>	<i>31</i>
3.2.4 Hipotetični primer izračuna menjalnega razmerja.....	32
3.2.4.1 <i>Metodologija izračuna menjalnega razmerja.....</i>	<i>32</i>
3.2.4.2 <i>Stanje po pripojitvi.....</i>	<i>32</i>
3.2.4.3 <i>Izvedba pripojitve</i>	<i>33</i>
3.2.4.4 <i>Obveščanje ATVP, skrbnika premoženja in javnosti.....</i>	<i>36</i>
3.2.4.5 <i>Stroški pripojitve in odškodninska odgovornost družbe za upravljanje</i>	<i>36</i>

3.2.4.6	<i>Davčni vidik združitve vzajemnih skladov</i>	36
3.2.4.7	<i>Združitve vzajemnega sklada s KNPVP države članice</i>	37
3.3	Izvedene združitve vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2010–2016	37
3.4	Značilnosti vzajemnih skladov, vključenih v proces združitve	39
4	PREGLED EMPIRIČNE LITERATURE	40
4.1	Pregled literature, uporabljene v empiričnem delu	40
4.2	Ostali vidiki empirične literature	42
5	EMPIRIČNO TESTIRANJE	46
5.1	Metodologija in opisne statistike	46
5.2	Preverjanje domnev	50
5.2.1	Preverjanje domnev glede značilnosti prevzemnih in prenosnih skladov.....	50
5.2.2	Vpliv združevanja skladov na neto prilive prevzemnih in prenosnih skladov.....	56
5.3	Interpretacija rezultatov	62
SKLEP	63
LITERATURA IN VIRI	67
PRILOGE	75

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Seznam družb za upravljanje na dan 31.12.2016, ki jim je ATVP izdala dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov.....	6
Tabela 2:	Seznam bank na dan 30.6.2017, ki imajo dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških storitev po zakonu, ki ureja investicijske sklade in družbe za upravljanje.....	7
Tabela 3:	Stopnje tveganja glede na izračunani standardni odklon	15
Tabela 4:	Podatki o prevzemnem in prenosnem vzajemnem skladu na dan obračuna pripojitve	32
Tabela 5:	Struktura imetnikov prevzemnega vzajemnega sklada	32
Tabela 6:	Nova struktura imetnikov prenosnega sklada	33
Tabela 7:	Podatki prevzemnega vzajemnega sklada po izvedeni pripojitvi.....	33
Tabela 8:	Seznam izvedenih združitve vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2007–2016.....	37
Tabela 9:	Značilnosti prevzemnih in prenosnih skladov	40
Tabela 10:	Opisne statistike čiste vrednosti sredstev prevzemnih in prenosnih skladov ...	50

Tabela 11: Testna statistika čiste vrednosti sredstev prevzemnih in prenosnih skladov (a).....	51
Tabela 12: Opisne statistike celotnih stroškov poslovanja prevzemnih in prenosnih skladov.....	51
Tabela 13: Testna statistika celotnih stroškov poslovanja prevzemnih in prenosnih skladov (a)	52
Tabela 14: Opisne statistike celotnih stroškov poslovanja prevzemnih skladov pred združitvijo in po njej.....	52
Tabela 15: Testna statistika celotnih stroškov poslovanja prevzemnih skladov pred združitvijo in po njej (a)	53
Tabela 16: Opisne statistike celotnih stroškov poslovanja skladov v kontrolni skupini	53
Tabela 17: Testna statistika celotnih stroškov poslovanja skladov v kontrolni skupini (a).....	53
Tabela 18: Opisne statistike sintetičnega kazalnika tveganja in donosa prevzemnih in prenosnih skladov	54
Tabela 19: Testna statistika celotnih stroškov poslovanja prevzemnih in prenosnih skladov (a)	55
Tabela 20: Opisne statistike pretekle 12-mesečne donosnosti prevzemnih in prenosnih skladov.....	56
Tabela 21: Testna statistika celotnih stroškov poslovanja prevzemnih in prenosnih skladov (a)	56
Tabela 22: Opisne statistike deležev neto vplačil prenosnih skladov in skladov v kontrolni skupini.....	57
Tabela 23: Testna statistika deležev neto vplačil prenosnih skladov in skladov v kontrolni skupini (a)	57
Tabela 24: Opisne statistike deležev neto vplačil prevzemnih skladov in skladov v kontrolni skupini.....	58
Tabela 25: Testna statistika deležev neto vplačil prevzemnih skladov in skladov v kontrolni skupini (a)	58
Tabela 26: Opisne statistike deležev neto vplačil v prenosnih in prevzemnih skladih	59
Tabela 27: Testna statistika deležev neto vplačil v prenosnih in prevzemnih skladih (a)..	59
Tabela 28: Koeficienti po modelih za prenosne sklade	60
Tabela 29: Koeficienti po modelih za prevzemne sklade.....	61
Tabela 30: Povzetek rezultatov preverjanja hipotez.....	62

KAZALO SLIK

Slika 1: Delitev skladov v Sloveniji.....	5
Slika 2: Število družb za upravljanje v Sloveniji v obdobju 2007–2016.....	7
Slika 3: Kategorije investicijskih skladov.....	9
Slika 4: Grafični prikaz sintetičnega kazalnika tveganja in donosa.....	14

Slika 5:	Število vzajemnih skladov v ZDA v obdobju 2007–2016	15
Slika 6:	Število novoustanovljenih, združenih in likvidiranih vzajemnih skladov v ZDA v obdobju 2007–2016.....	16
Slika 7:	Delež sredstev po vrstah vzajemnih skladov v ZDA konec leta 2016	16
Slika 8:	Čista vrednost sredstev investicijskih skladov v ZDA v obdobju 2007–2016 (v milijardah EUR) (leva os) in delež (v %) čiste vrednosti sredstev investicijskih skladov v BDP (desna os)	17
Slika 9:	Neto vplačila v ZDA v obdobju 2007–2016 (v milijardah EUR)	17
Slika 10:	Število vzajemnih skladov v Evropi v obdobju 2007–2016.....	18
Slika 11:	Število novoustanovljenih, združenih in likvidiranih vzajemnih skladov v Evropi v obdobju 2007–2016	19
Slika 12:	Delež (v %) sredstev po vrstah vzajemnih skladov v Evropi v obdobju 2007–2016.....	20
Slika 13:	Čista vrednost sredstev investicijskih skladov v Evropi v obdobju 2007–2016 (v milijardah EUR) (leva os) ter delež (v %) čiste vrednosti sredstev investicijskih skladov v BDP (desna os)	20
Slika 14:	Neto vplačila v Evropi v obdobju 2007–2016 (v milijardah EUR)	21
Slika 15:	Število vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2007–2016.....	22
Slika 16:	Število novoustanovljenih, združenih in likvidiranih vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2007–2016	23
Slika 17:	Delež (v %) sredstev po vrstah vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2007–2016.....	23
Slika 18:	Čista vrednost sredstev v Sloveniji v obdobju 2007–2016 (v milijonih EUR).....	24
Slika 19:	Neto vplačila v Sloveniji v obdobju 2007–2016 (v 1.000 EUR)	24
Slika 20:	Delež (v %) čiste vrednosti sredstev investicijskih skladov, sredstev v pokojninskih skladih in bilančne vsote glede na BDP v Sloveniji.....	25
Slika 21:	Lastniška struktura v enotah vzajemnih skladov (v %).....	26
Slika 22:	Časovni prikaz poteka postopka združitve vzajemnih skladov.....	35
Slika 23:	Prikaz neto prilivov in učinka trga na ČVS konec obdobja	49

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Slovar tujih izrazov.....	1
Priloga 2: Podatki zbrani in izračunani za empirično testiranje.....	2

SEZNAM KRATIC

AIS – alternativni investicijski sklad

AJIS – alternativni investicijski skladi, ki javno zbirajo premoženje

ATVP – Agencija za trg vrednostih papirjev

BDP – bruto domači proizvod

CSP – celotni stroški poslovanja

ČVS – čista vrednost sredstev

DZU – družba za upravljanje

EUR – evro

IS – investicijski sklad

KNPVP – kolektivni naložbeni podjem vrednostnih papirjev

RS – Republika Slovenija

SRRI – sintetični kazalnik tveganja in donosa

USD – ameriški dolar

VEP – vrednost enote premoženja

ZDA – Združene države Amerike

ZGD-1 – Zakon o gospodarskih družbah

ZISDU-1 – Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – 1

ZISDU-3 – Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

ZUAIS – Zakon o upravljalcih investicijskih skladih

UVOD

Leta 2007 je v Sloveniji delovalo 14 družb za upravljanje. V zadnjih letih se zaradi konsolidacije na trgu vzajemnih skladov število družb za upravljanje zmanjšuje. Leta 2010 je tako nastala nova družba za upravljanje Alta Skladi, družba za upravljanje, d.d., in sicer z oddelitvijo družb Medvešek Pušnik, družba za upravljanje, d.d., Publikum PDU, d.d., in Poteza, d.d. Leta 2011 je Infond, družba za upravljanje, d.o.o., prevzela v upravljanje vzajemne sklade družbe Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, d.o.o., v začetku leta 2012 vzajemne sklade v upravljanju družbe Probanka, upravljanje premoženja, d.o.o, ter leta 2015 še vzajemne sklade v upravljanju družbe Pespektiva DZU, d.o.o. Leta 2011 se je družba DUS Krona, d.o.o., pripojila k družbi Alta Skladi, d.d. Na družbo Alta Skladi, d.d., je bil izvršen tudi prenos upravljanja vzajemnega sklada Krona Senior, vzajemni sklad prilagodljive sestave naložb. Leta 2013 je družba Triglav Skladi, družba za upravljanje, d.d., prevzela v upravljanje vzajemne sklade družbe Abanka Skladi, družba za upravljanje, d.o.o., leta 2016 pa je bilo na družbo KD Skladi, družba za upravljanje, d.o.o., preneseno upravljanje vzajemnih skladov družbe Ilirika DZU, družba za upravljanje investicijskih skladov, d.o.o. Na družbo Alta Skladi, d.d., pa je bilo preneseno upravljanje vzajemnih skladov družbe Alpen Invest, družba za upravljanje investicijskih skladov, d.d. Trenutno v Sloveniji deluje le še sedem družb za upravljanje.

Število vzajemnih skladov v upravljanju slovenskih družb za upravljanje se iz leta v leto zmanjšuje, in sicer kot posledica konsolidacije in racionalizacije poslovanja družb za upravljanje. Prenosom upravljanja investicijskih skladov iz prenosne družbe za upravljanje na prevzemno družbo za upravljanje, opisanim v prvem odstavku uvoda pričujočega magistrskega dela, običajno sledi združevanje vzajemnih skladov s podobno naložbeno politiko oziroma prilagoditev produktne palete in s tem racionalizacija stroškov poslovanja družb.

Namen magistrskega dela je s pomočjo relevantne literature in empirične preverbe proučiti vpliv združevanja vzajemnih skladov na neto vplačila. Andreu in Sarto (2013) namreč ugotavljata, da združevanje vzajemnih skladov negativno vpliva na neto prilive. Tudi Allen in Parwada (2001) z analizo odzivov imetnikov vzajemnih skladov na prevzeme in prenosne vzajemne sklade ugotavljata, da se imetniki vzajemnih skladov, vključenih v združevanje, negativno odzovejo na združevanje vzajemnih skladov. Jayaraman, Khorana in Nelling (2002) pa med drugim ugotavljajo, da so prevzemni skladi pred združevanjem relativno večji, donosnejši, imajo višja neto vplačila in nižje stroške poslovanja kot prenosni skladi. Med drugim imajo imetniki investicijskih kuponov v skladu s pravno ureditvijo področja združevanja vzajemnih skladov v Sloveniji pravico do izstopa iz prenosnega in prevzemnega vzajemnega sklada brez izstopnih stroškov. To pravico imajo imetniki v obdobju od prejema obvestila o združevanju vzajemnih skladov do zaustavitve vplačil pred dnevom pripojitve, to je vsaj 30 dni.

V magistrskem delu skušamo najprej odgovoriti na raziskovalna vprašanja, kakšne so značilnosti vzajemnih skladov, vključenih v postopek združevanja, in sicer glede višine čiste vrednosti sredstev, celotnih stroškov poslovanja, kazalnika tveganja in donosa ter pretekle donosnosti. Oblikovali smo naslednja raziskovalna vprašanja:

- Raziskovalno vprašanje 1: Ali je prevzemni sklad glede na višino čiste vrednosti sredstev večji od prenosnega sklada?
- Raziskovalno vprašanje 2: Ali ima prevzemni sklad nižje celotne stroške poslovanja od prenosnega sklada?
- Raziskovalno vprašanje 3: Ali ima prevzemni sklad v dveh letih po opravljenem postopku združitve nižje celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo?
- Raziskovalno vprašanje 4: Ali ima prevzemni sklad nižji sintetični kazalnik tveganja in donosa od prenosnega sklada?
- Raziskovalno vprašanje 5: Ali ima prevzemni sklad višjo preteklo donosnost od prenosnega sklada?

Nadalje skušamo odgovoriti na naslednja raziskovalna vprašanja glede vpliva združevanja vzajemnih skladov na neto vplačila, in sicer, ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive skladov, vključenih v postopek združevanja, pri čemer smo oblikovali dodatni raziskovalni vprašnji:

- Raziskovalno vprašanje 6: Ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prenosnega vzajemnega sklada?
- Raziskovalno vprašanje 7: Ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prevzemnega vzajemnega sklada?

Dodatno smo skušali odgovoriti tudi na raziskovalno vprašanje, ali imajo prevzemni skladi višji delež neto vplačil kot prenosni skladi.

Pri izdelavi magistrskega dela uporabljamo metodološke prijeme, ki temeljijo na metodah znanstvenega raziskovanja. Teoretični del je zasnovan na večjem številu metod znanstvenega raziskovanja, in sicer na začetku uporabljamo deskriptivno metodo. V okviru deskriptivnega pristopa uporabljamo metodo deskripcije, kjer opisujemo dejstva, zgodovinsko metodo in metodo kompilacije, kjer povzemamo spoznanja različnih avtorjev. S študijo primerov iz strokovnih člankov izluščimo tudi tiste najbolj bistvene dejavnike, ki vplivajo na neto izplačila imetnikov vzajemnih skladov, jih analiziramo, jim pripisujemo pomembnost in jih nadalje vključimo v izdelavo modela. V empiričnem delu tako na osnovi spoznanj iz študije primerov opravimo kvantitativno analizo podatkov, in sicer s pomočjo statističnega orodja SPSS in računalniškim programom Excel. V magistrskem delu analiziramo sekundarne podatke, pridobljene iz javno objavljenih mesečnih poročil poslovanja investicijskih skladov, revidiranih letnih poročil investicijskih skladov in iz informacijskega sistema Bloomberg. Na postavljena raziskovalna vprašanja skušamo odgovoriti z bivariatno statistiko, in sicer s preizkusom dvojic z Wilcoxonovim testom

predznačnih rangov. Raziskovalni vprašanji 6 in 7 pa skušamo proučiti še z regresijskim modelom.

Podatki za analizo so pridobljeni iz javno dostopnih mesečnih poročil investicijskih skladov, ki so jih v skladu z določili *Sklepa o objavah in neposrednem obveščanju imetnikov enot* družbe za upravljanje dolžne objaviti enkrat mesečno. Za analizo smo potrebovali podatek o čisti vrednosti sredstev investicijskega sklada na zadnji obračunski dan v mesecu. Podatke o vrednosti enot premoženja smo pridobili iz informacijskega sistema Bloomberg. Podatke o zadnji čisti vrednosti sredstev prenosnega vzajemnega sklada pred združitvijo s prevzemnim vzajemnim skladom pa smo pridobili iz revidiranih letnih poročil investicijskih skladov. Podatki o celotnih stroških poslovanja so objavljeni v revidiranih letnih poročilih investicijskih skladov.

Magistrsko delo je organizirano v pet vsebinsko povezane sklope. Prvi del obravnava pravno ureditev investicijskih skladov, delitev investicijskih skladov in vrste vzajemnih skladov ter podrobneje predstavlja značilnosti vzajemnih skladov, ki so pomembne za nadaljnjo razumevanje vsebine magistrskega dela, to so čista vrednost sredstev, vrednost enote premoženja, investicijski kuponi, celotni stroški poslovanja ter sintetični kazalnik tveganja in donosa.

Sledi poglavje, kjer je predstavljen trg vzajemnih skladov v obdobju od 2010 do 2016, in sicer v Sloveniji, Evropi ter v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA), s poudarkom na konsolidaciji in racionalizaciji trga vzajemnih skladov.

V tretjem sklopu je podrobneje predstavljen postopek združitve vzajemnih skladov, in sicer so predstavljeni pravna ureditev, načela in pogoji združitve, revizija združitve, pravice imetnikov investicijskih kuponov prenosnega in prevzemnega sklada, davčni vidik združitve vzajemnih skladov ter hipotetični primer izračuna menjalnega razmerja. V tem sklopu so predstavljene tudi vse združitve vzajemnih skladov, ki so se zgodile v Sloveniji v obdobju od 2010 do 2016.

Četrty sklop je namenjen grobi predstavitvi ugotovitev obstoječih študij glede združevanja vzajemnih skladov, zadnji, peti sklop pa vsebuje metodologijo, izvedbo in interpretacijo rezultatov empiričnega testiranja. Glavni prispevek magistrskega dela je, poleg pregleda celotnega področja, prav lastno izvedena empirična analiza.

Sklepni del povzema ugotovitve magistrskega dela.

1 INVESTICIJSKI SKLADI

1.1 Pravna ureditev investicijskih skladov

Področje investicijskih skladov v Sloveniji ureja *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje* (ZISDU-3, Ur. l. RS, št. 31/2015, 81/2015, 77/2016 – ZISDU-3), ki v poglavju 1.2.2 določa, da je investicijski sklad kolektivni naložbeni podjem, katerega edini namen je zbiranje premoženja vlagateljev in v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko nalaganje v različne vrste naložb v izključno korist imetnikov enot tega investicijskega sklada. Nadalje se investicijski skladi delijo na kolektivni naložbeni podjem za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (v nadaljevanju KNPVP, ang. *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities – UCITS*) in na alternativni investicijski sklad (v nadaljevanju AIS). Dovoljeni obliki KNPVP sta vzajemni sklad in krovni sklad, pri čemer krovni sklad predstavlja vzajemni sklad, sestavljen iz dveh ali več podskladov, ki se med seboj razlikujejo po eni ali več posebnostih. AIS se nadalje deli na alternativne zasebne in javne investicijske sklade. Na podlagi ZISDU-3 se v Sloveniji kot oblika alternativnih investicijskih skladov, ki javno zbirajo premoženje (v nadaljevanju AJIS), lahko ustanovi alternativni vzajemni sklad, alternativni krovni sklad in investicijska družba s spremenljivim kapitalom.

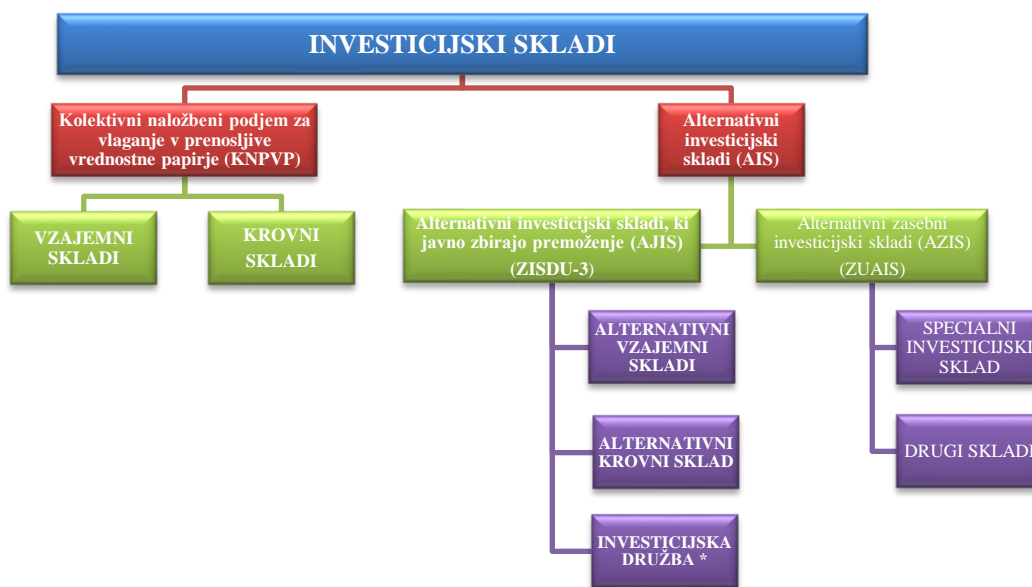
V prvem odstavku tega poglavja omenjene oblike investicijskih skladov so odprte, z izjemo investicijske družbe. Sklad je odprt, kadar se izplačilo:

- opravi na zahtevo imetnika;
- neposredno ali posredno opravi iz sredstev sklada;
- opravi pred začetkom njegove likvidacije;
- opravi v obdobjih in v skladu s postopki, določenimi v pravilih upravljanja investicijskega sklada.

Zaprt investicijski sklad je investicijski sklad, ki ne izpolnjuje pogojev iz prejšnjega odstavka.

Zakon o upravljalcih alternativnih investicijskih skladov (ZUAIS, Ur. l. RS, št. 32/2015) pa ureja AIS, ki so namenjeni profesionalnim vlagateljem, s čimer se je Direktiva 2011/61/EU v celoti prenesla v slovenski pravni red.

Slika 1: Delitev skladov v Sloveniji



Legenda: *V ZISDU-3 določene oblike investicijskih skladov so odprte, z izjemo investicijske družbe. Po dodatni obrazložitvi Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), kljub dejstvu, da lahko investicijska družba povečuje svoj kapital v okviru odobrenega kapitala mimo omejitev, določenih v Zakonu o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD-1), pa izplačilo ni opravljeno na zahtevo imetnika niti v pravilih upravljanja niso določena obdobja izplačila. Lastne delnice (nakup katerih od vlagateljev bi lahko šteli za posredno izplačilo iz sredstev sklada) se opravi le na podlagi skupščinsko sprejetega sklepa investicijske družbe (ZISDU-3 v zvezi z ZGD-1) – manjkata tako elementa zahteve kot element vnaprej opredeljenih obdobj izstopa.

Prirejeno po ZISDU-3, ZUAIS.

1.2 Družbe za upravljanje

Družba za upravljanje je, kot predpisuje 13. člen ZISDU-3, pravna oseba, organizirana kot delniška družba, evropska delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo s sedežem v Republiki Sloveniji (v nadaljevanju RS), ki opravlja storitve upravljanja investicijskih skladov na podlagi dovoljenja ATVP. Opravljanje storitve upravljanja investicijskih skladov družbi za upravljanje omogoča, da lahko ustanavlja investicijske sklade, upravlja z njihovim premoženjem in trži njihove enote.

Plačilo za storitve družbe za upravljanje predstavljajo upravljavska provizija, ki se plačuje iz sredstev investicijskega sklada in je določena v pravilih upravljanja vsakega investicijskega sklada, ter vstopna in izstopna provizija, ki jo vlagatelj plača pri vstopu in izstopu iz investicijskega sklada.

Nadzor nad poslovanjem družbe za upravljanje v skladu z določbami 11. poglavja ZISDU-3 opravlja ATVP, in sicer z namenom preverjanja, ali družbe za upravljanje spoštujejo pravila o upravljanju investicijskih skladov in druga pravila, določena z

ZISDU-3, *Zakonom o trgu finančnih instrumentov* oziroma drugim zakonom, ki ureja storitve upravljanja investicijskih skladov oziroma drugega finančnega premoženja, ter s predpisi, izdanimi na podlagi teh zakonov.

Poslovanje družbe za upravljanje mora enkrat letno pregledati tudi revizor. Družba za upravljanje najmanj enkrat v petih zaporednih letih zamenja revizijsko družbo, ki je revidirala njeno letno poročilo (ZISDU-3, 88. člen).

ATVP je v skladu s 102. členom ZISDU-3 vzpostavila register dovoljenj za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov, ki ga redno dopolnjuje. V register se vpisujejo vse družbe za upravljanje, ki jim je ATVP izdala dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov, in tipi investicijskih skladov, na katere se dovoljenje nanaša.

Tabela 1: Seznam družb za upravljanje na dan 31.12.2016, ki jim je ATVP izdala dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov

Družba za upravljanje	Čista vrednost sredstev (v EUR)	Delež (v %)	Število vzajemnih skladov v upravljanju
Triglav Skladi, d.o.o.	673.886.712	27,35	17
NLB Skladi, d.o.o.	670.598.531	27,22	18
KD Skladi, d.o.o.	500.934.130	20,33	15
Infond DZU, d.o.o.	288.662.948	11,72	25
Alta Skladi, d.d.	273.564.907	11,10	23
Primorski skladi, d.d.	43.919.652	1,78	4
Numerica Partnerji DZU, d.o.o.	12.046.183	0,49	3
Skupaj	2.463.613.063	100,00	105

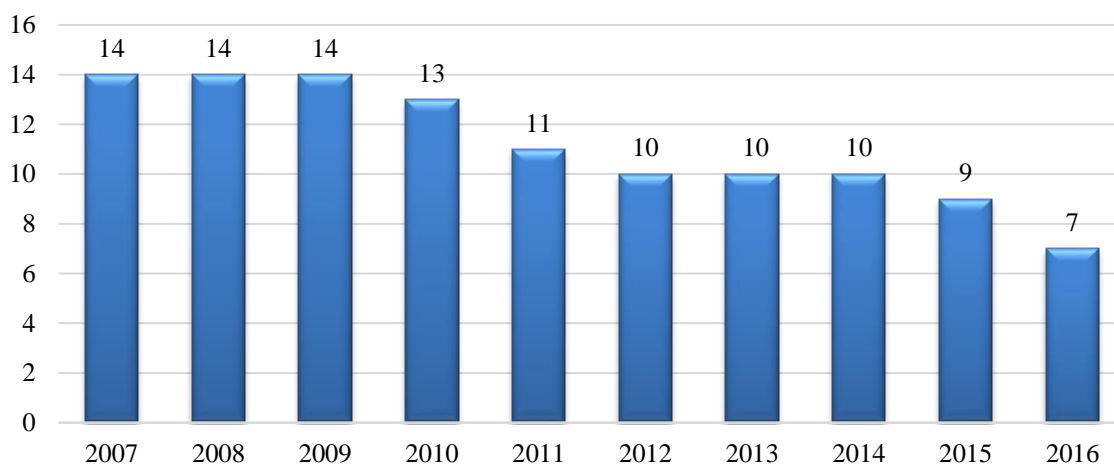
Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev (2017).

Leta 2007 je v Sloveniji delovalo 14 družb za upravljanje. V zadnjih letih se zaradi konsolidacije na trgu vzajemnih skladov število družb za upravljanje zmanjšuje, kar je razvidno tudi s slike 2. Kot navaja Lubej (2015), so nekatere dobro delujoče in med vlagatelji priljubljene družbe za upravljanje lastniki (banke) morali prodati zaradi konsolidacije svojih bilanc, ki jih je opustošila kriza, druge družbe za upravljanje pa so imele enostavno premalo kapitala in tudi iniciative, da bi se lahko konkurenčno razvijale, in tako niso pridobile novih vlagateljev, stare pa so postopoma izgubljali.

Leta 2010 je nastala nova družba za upravljanje Alta Skladi, družba za upravljanje, d.d., in sicer z oddelitvijo družb Medvešek Pušnik, družba za upravljanje, d.d., Publikum PDU, d.d., in Poteza, d.d. Leta 2011 je Infond, družba za upravljanje, d.o.o., v upravljanje prevzela vzajemne sklade družbe Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov, d.o.o., v začetku leta 2012 vzajemne sklade v upravljanju družbe Probanka, upravljanje premoženja, d.o.o., ter leta 2015 še vzajemne sklade v upravljanju družbe Perspektiva DZU, d.o.o. Leta 2011 se je družba DUS Krona, d.o.o., pripojila k družbi Alta Skladi, d.d. Na družbo Alta Skladi, d.d., je bil izvršen tudi prenos upravljanja vzajemnega sklada

Krona Senior, vzajemni sklad prilagodljive sestave naložb. Leta 2013 je družba Triglav Skladi, družba za upravljanje, d.d., v upravljanje prevzela vzajemne sklade družbe Abanka Skladi, družba za upravljanje, d.o.o., leta 2016 pa je bilo na družbo KD Skladi, družba za upravljanje, d.o.o., preneseno upravljanje vzajemnih skladov družbe Ilirika DZU, družba za upravljanje investicijskih skladov, d.o.o., in na družbo Alta Skladi, d.d., preneseno upravljanje vzajemnih skladov družbe Alpen Invest, družba za upravljanje investicijskih skladov, d.d. (Abanka Skladi, brez datuma; Alta Skupina, 2009; Alta Skupina, 2011b; Alta Skupina, 2016; KD Skladi, 2016b; Skupina Nove KBM, 2012).

Slika 2: Število družb za upravljanje v Sloveniji v obdobju 2007–2016



Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev (2012); Agencija za trg vrednostnih papirjev (2017).

1.3 Skrbnik premoženja investicijskega sklada

Premoženje investicijskega sklada mora biti zaupano v hrambo skrbniku, pri čemer ima lahko investicijski sklad le enega skrbnika (ZISDU-3, 164. člen).

Tabela 2: Seznam bank na dan 30.6.2017, ki imajo dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških storitev po zakonu, ki ureja investicijske sklade in družbe za upravljanje

Banka	Število vzajemnih skladov v skrbništvu
Abanka, d.d.	35
Banka Intesa Sanpaolo, d.d.	27
Nova Ljubljanska banka, d.d., Ljubljana	43

Opomba: Dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških storitev po zakonu, ki ureja investicijske sklade in družbe za upravljanje, ima tudi UniCredit Banka Slovenija, d.d., vendar na dan 30. 6. 2017 v svojem skrbništvu nima nobenega sklada.

Vir: Banka Slovenije (2017a).

Skrbnik premoženja investicijskega sklada je lahko le banka s sedežem v RS oziroma podružnica banke države članice ali tretje države, ki je za opravljanje skrbniških storitev pridobila ustrezno dovoljenje Banke Slovenije po predhodnem mnenju ATVP (ZISDU-3, 166. člen).

Skrbnik na podlagi pogodbe o opravljanju skrbniških storitev, sklenjene po predhodnem dovoljenju ATVP med družbo za upravljanje in skrbnikom, za račun investicijskega sklada (ZISDU-3, 165. člen):

- hrani sredstva investicijskega sklada;
- spremlja denarne tokove investicijskega sklada;
- zagotovi, da prodaja, izdaja, odkup, izplačilo in začasna oziroma delna zaustavitev ponovnega nakupa ali odkupa enot investicijskega sklada potekajo v skladu z določbami ZISDU-3 in pravili upravljanja oziroma v skladu s statutom investicijskega sklada;
- zagotovi, da se vrednost sredstev na enoto premoženja investicijskega sklada izračunava v skladu z ZISDU-3, predpisi, izdanimi na njegovi podlagi, in pravili upravljanja oziroma statutom investicijskega sklada;
- izpolnjuje navodila družbe za upravljanje, razen če so v nasprotju z ZISDU-3, predpisi, izdanimi na njegovi podlagi, in pravili upravljanja oziroma statutom investicijskega sklada;
- zagotavlja, da se plačila iz poslov s premoženjem investicijskega sklada izvedejo v običajnih poslovnih rokih;
- zagotovi, da se prihodek investicijskega sklada uporabi v skladu z ZISDU-3 oziroma predpisi, izdanimi na njegovi podlagi, kot tudi v skladu s pravili upravljanja oziroma statutom investicijskega sklada.

Družba za upravljanje in skrbnik pri opravljanju svojih nalog delujeta pošteno, pravično, strokovno in neodvisno ter v interesu investicijskih skladov in vlagateljev v investicijske sklade (ZISDU-3, 170. člen).

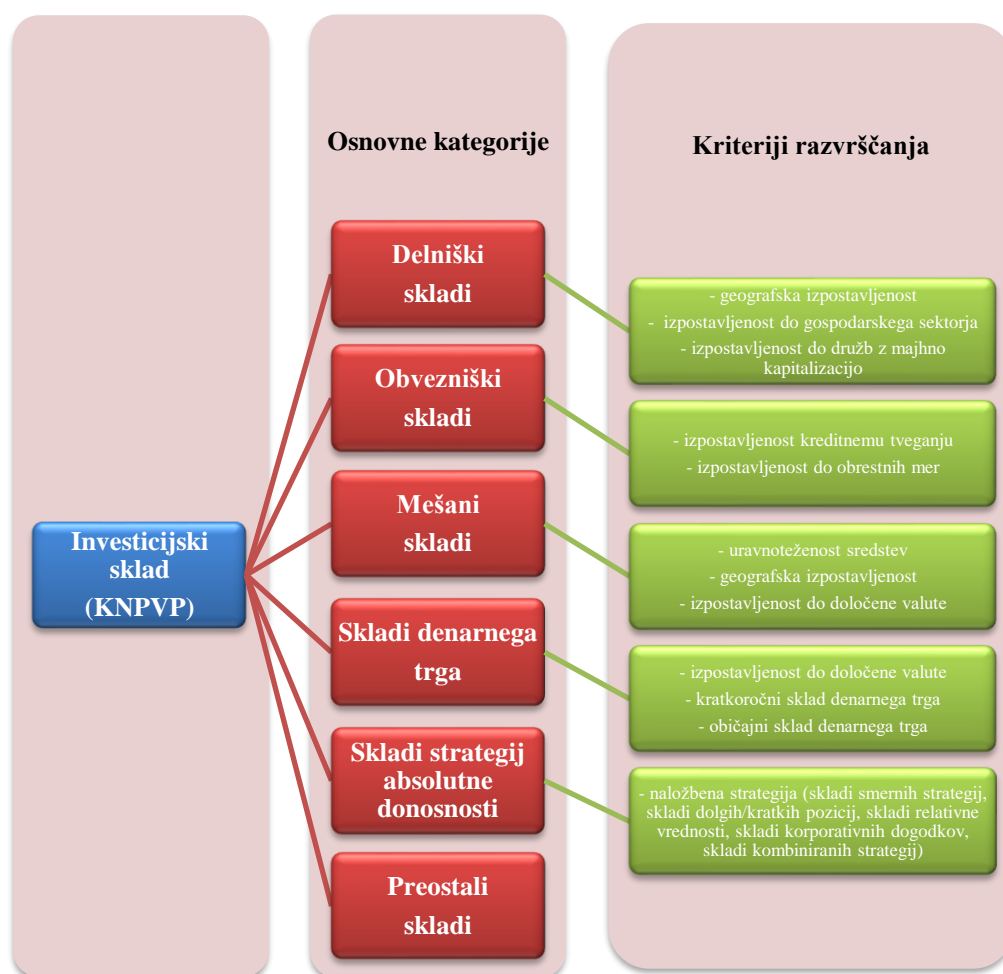
Skrbnik z družbo za upravljanje ne sme sklepati poslov nakupa in prodaje oziroma drugih poslov, ki jih družba za upravljanje sklepa za račun oziroma v imenu in za račun investicijskega sklada, in katerih predmet so naložbe investicijskega sklada, ki ga družba za upravljanje upravlja, razen izjem, določenih z ZISDU-3.

Skrbnik in družba za upravljanje odgovarjata imetnikom enot premoženja oziroma delnic investicijskega sklada za škodo, ki jo povzročita premoženju investicijskega sklada z ravnanjem, ki je nezakonito ali v nasprotju s pravili stroke upravljanja skrbniških storitev oziroma s pravili stroke upravljanja naložb.

1.4 Vrste vzajemnih skladov

ATVP je v skladu s 5. in 12. členom ZISDU-3 izdala *Sklep o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov* (Ur. l. RS, št. 100/2015, 16/2017), s katerim je podrobneje določila razdelitev in poimenovanje vrst KNPVP, in sicer glede na vrste naložb, v katere imajo naložena sredstva, glede na tehnike upravljanja sredstev oziroma naložbeno strategijo, kot je razvidno s slike 3.

Slika 3: Kategorije investicijskih skladov



Prirejeno po Sklep o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov.

Delniški sklad je investicijski sklad, ki ima najmanj 85 % sredstev, naloženih v delnicah ali v delnicah in enotah delniških ciljnih skladov.

Obvezniški sklad je investicijski sklad, ki ima najmanj 80 % sredstev, naloženih v obveznicah ali v obveznicah in drugih oblikah olastninjenega dolga. Olastninjen dolg

pomeni vrednostne papirje s fiksno donosnostjo, ki niso obveznice, in enote obvezniških ciljnih skladov.

Mešani 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 ter v denar in denarne ustreznike.

Sklad denarnega trga je investicijski sklad, ki ima sredstva, naložena v instrumentih denarnega trga, denarnih depozitih in v enotah ciljnih skladov, ki izpolnjujejo pogoje za sklade denarnega trga. Sredstva so v celoti izpostavljena eni sami valuti.

Sklad strategij absolutne donosnosti je investicijski sklad, katerega naložbeni cilj je neodvisno od razmer na finančnih trgih dosegati donosnost v višini pribitka nad vodilom, izraženim z referenčno medbančno obrestno mero, in katerega naložbena politika omogoča hitro in fleksibilno prilagajanje naložb sklada razmeram na trgu, vključuje uporabo izvedenih finančnih instrumentov in po potrebi uporabo tehnik upravljanja sredstev (Sklep o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov).

Slovenska razvrstitev vzajemnih skladov je popolnoma skladna z evropsko klasifikacijo (The European Fund Classification, EFC Categories) (European Fund and Asset Management Association, 2012).

Opredelitev, v katero vrsto investicijskih skladov iz sklepa ATVP, ki ureja ključne elemente investicijskega sklada ter tipe in vrste investicijskih skladov, se vzajemni sklad uvršča, je dolžna družba za upravljanje v skladu s *Sklepom o pravilih upravljanja in prospektu odprtega investicijskega sklada* (Sklep o pravilih upravljanja in prospektu odprtega investicijskega sklada, Ur. l. RS, št. 100/2015) navesti v pravilih upravljanja. Hkrati pa mora že samo ime vsebovati označbo, iz katere je razvidna naložbena politika oziroma osnovni cilj naložbene politike vzajemnega sklada (ZISDU-3, 222. člen).

1.5 Značilnosti vzajemnih skladov

V tem podpoglavju sledi opis značilnosti vzajemnih skladov, ki so pomembne za nadaljnje razumevanje vsebine pričujočega magistrskega dela. Opis značilnosti je povzet po slovenski predpisih, v katere so bile prenesene evropske direktive s tega področja.

1.5.1 Čista vrednost sredstev

Čista vrednost sredstev po stanju na obračunski dan se v skladu z določili 2. člena *Sklepa o izračunu čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada* izračuna tako, da se od vrednosti sredstev vzajemnega sklada odšteje vrednost obveznosti vzajemnega sklada. Obračunski dan določi družba za upravljanje s pravili upravljanja investicijskega sklada, in sicer znotraj vsakega meseca določi najmanj dve obračunski

obdobji za izračun čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada, pri čemer je najkrajše obračunsko obdobje delovni dan (ZISDU-3, 225. člen). V Sloveniji imajo vsi vzajemni skladi obračunski dan določen kot vsak delovni dan. Prazniki, sobote in nedelje pa niso obračunski dnevi.

1.5.2 Vrednost enote premoženja

Vrednost enote premoženja vzajemnega sklada je v skladu z 224. členom ZISDU-3 enaka čisti vrednosti sredstev vzajemnega sklada, deljeni s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku. Družba za upravljanje izračunava vrednost enote premoženja vzajemnega sklada po stanju na obračunski dan (t), in sicer najkasneje naslednji delovni dan po obračunskem dnevu ($t + 1$) (Sklep o izračunu čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, 4. člen).

Vrednost enote premoženja se izračuna po enačbi (1), in sicer na štiri decimalna mesta natančno.

$$VEP_{(t)} = \frac{S_{(t)} - O_{(t)}}{E_{(t-1)}} \quad (1)$$

VEP = vrednost enote premoženja

$T-1$ = predhodni obračunski dan

t = obračunski dan

S = sredstva vzajemnega sklada

O = obveznosti vzajemnega sklada

E = število enot v obtoku vzajemnega sklada

1.5.3 Investicijski kuponi

Investicijski kupon je v 227. členu ZISDU-3 opredeljen kot vrednostni papir, katerega izdajatelj je družba za upravljanje, ki se glasi na enoto, več enot ali del enote premoženja vzajemnega sklada, in daje imetniku investicijskega kupona naslednje pravice:

- pravico od družbe za upravljanje zahtevati izplačilo odkupne vrednosti enot premoženja vzajemnega sklada, na katere se glasi investicijski kupon;
- pravico do izplačila sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru likvidacije vzajemnega sklada;
- pravico do izplačila sorazmernega dela čistega dobička oziroma prihodkov vzajemnega sklada, če pravila upravljanja vzajemnega sklada tako določajo.

Investicijski kupon, izdan kot pisna listina, ima naslednje bistvene sestavine (ZISDU-3, 228. člen):

- oznako, da gre za investicijski kupon vzajemnega sklada, in oznako razreda investicijskega kupona, če družba za upravljanje izda investicijske kupone različnih razredov;
- ime vzajemnega sklada;
- firmo, sedež in matično številko družbe za upravljanje kot izdajatelja investicijskega kupona;
- firmo in sedež oziroma osebno ime osebe, na katero se glasi investicijski kupon, ter oznako o prenosljivosti;
- število enot premoženja vzajemnega sklada, na katere se glasi investicijski kupon;
- obveznosti družbe za upravljanje oziroma pravice imetnika investicijskega kupona;
- serijsko številko;
- kraj in datum izdaje;
- podpis oziroma faksimile podpisa članov uprave družbe za upravljanje.

1.5.4 Celotni stroški poslovanja

V skladu z določili 249. člena ZISDU-3 družba za upravljanje v zvezi s poslovanjem vzajemnega sklada izračuna in objavi podatek o celotnih stroških poslovanja vzajemnega sklada v preteklem poslovnem letu, in sicer v odstotku od povprečne letne čiste vrednosti sredstev. ATVP je izdala *Sklep o celotnih stroških poslovanja vzajemnega sklada*, v katerem predpisuje metodologijo za izračun celotnih stroškov poslovanja vzajemnega sklada ter način in rok objave teh podatkov.

Med stroške poslovanja vzajemnega sklada, ki v skladu s predpisano metodologijo spadajo v izračun, sodijo (Sklep o celotnih stroških poslovanja vzajemnega sklada, Ur. l. RS, št. 100/2015):

- »stroški provizije za upravljanje vzajemnega sklada;
- stroški provizije za opravljanje skrbniških storitev za vzajemni sklad;
- stroški plačilnega prometa;
- stroški revidiranja letnega poročila vzajemnega sklada in stroškov zunanjih strokovnjakov, povezanih s pripravo in revidiranjem letnega poročila;
- stroški obveščanja imetnikov investicijskih kuponov po tem zakonu in drugih predpisih, ki zahtevajo obveščanje imetnikov investicijskih kuponov;
- stroški uveljavljanja pravic iz finančnih instrumentov, ki so v lasti vzajemnega sklada, za račun vzajemnega sklada;
- stroški v zvezi s postopki iz tretjega odstavka 169. člena in drugega odstavka 170. člena ZISDU-3;
- davki in druge obvezne dajatve v zvezi s premoženjem vzajemnega sklada oziroma s prometom s tem premoženjem;
- stroški v zvezi z razdelitvijo čistega dobička oziroma prihodkov vzajemnega sklada.«

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

Celotni stroški poslovanja vzajemnega sklada v preteklem poslovnem letu vključujejo stroške poslovanja vzajemnega sklada, navedene v drugem odstavku tega podpoglavja, ki so nastali v preteklem poslovnem letu poslovanja vzajemnega sklada.

Celotni stroški poslovanja se izračunajo po enačbi (3) od povprečne letne čiste vrednosti sredstev (1) in so izraženi v odstotku na dve decimalni mesti natančno.

$$\overline{\check{C}VS} = \frac{\sum_{k=1}^n \check{C}VS_k}{n} \quad (2)$$

$$CSP = \frac{\sum_{k=1}^n SP_k}{\overline{\check{C}VS}} * 100 \quad (3)$$

$\overline{\check{C}VS}$ = povprečna čista vrednost sredstev vzajemnega sklada v preteklem poslovnem letu, izraženo v evrih (v nadaljevanju EUR)

$\check{C}VS_k$ = čista vrednost sredstev vzajemnega sklada po stanju na obračunski dan k , izraženo v EUR

n = število obračunskih dni v preteklem poslovnem letu

SP_k = stroški poslovanja vzajemnega sklada na obračunski dan k , izraženo v EUR

CSP = celotni stroški poslovanja vzajemnega sklada v odstotkih

1.5.5 Sintetični kazalnik tveganja in donosa

Sintetični kazalnik tveganja in donosa (ang. *Synthetic Risk and Reward Indicator – SRI*) so družbe za upravljanje dolžne objavljati v dokumentu s ključnimi podatki za vlagatelje iz 200. člena ZISDU-3 v povezavi z *Uredbo Komisije o izvajanju Direktive 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi s ključnimi podatki za vlagatelje in pogoji, ki jih je treba izpolniti pri posredovanju ključnih podatkov za vlagatelje ali prospekta na trajnem nosilcu podatkov, ki ni papir, ali na spletni strani*. Hkrati so tudi v mesečnem poročilu o poslovanju investicijskega sklada podatki o tveganosti sklada v mesečnem poročilu o poslovanju sklada navedeni v enakem obsegu in obliki, kot velja za dokument s ključnimi podatki za vlagatelje sklada, kot to določa *Sklep o objavah in neposrednem obveščanju imetnikov enot* (Sklep o objavah in neposrednem obveščanju imetnikov enot, Ur. l. RS, št. 100/2015), ter v skladu s 7. členom *Sklepa o načinu in pogojih za trženje enot investicijskih skladov* (Sklep o načinu in pogojih za trženje enot investicijskih skladov, Ur. l. RS, št. št. 100/2015) tudi v oglasu, ki vsebuje podatek o pretekli donosnosti naložbe v enote investicijskega sklada.

Mera tveganja vzajemnega sklada, predstavljena s pomočjo sintetičnega kazalnika tveganja in donosa, je opredeljena s pomočjo lestvice tveganja, ki jo določa Komite za evropsko regulacijo vrednostnih papirjev (ang. *Committee of European Securities Regulators*).

Lestvica predstavlja 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, višje tveganje pa pomeni potencialno višji donos.

Pri izračunu sintetičnega kazalnika tveganja in donosnosti je treba upoštevati metodologijo za izračun kazalnika, ki so jo razvili pristojni organi, delujoči v okviru Odbora evropskih regulatorjev trgov vrednostnih papirjev. Nihajnost (volatilitnost) je izračunana kot tedenski standardni odklon donosnosti, prikazan na letni ravni v zadnjih petih letih poslovanja sklada, in sicer po enačbi (4).

$$\sigma_f = \sqrt{\frac{m}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_{f,t} - \bar{r}_f)^2} \quad (4)$$

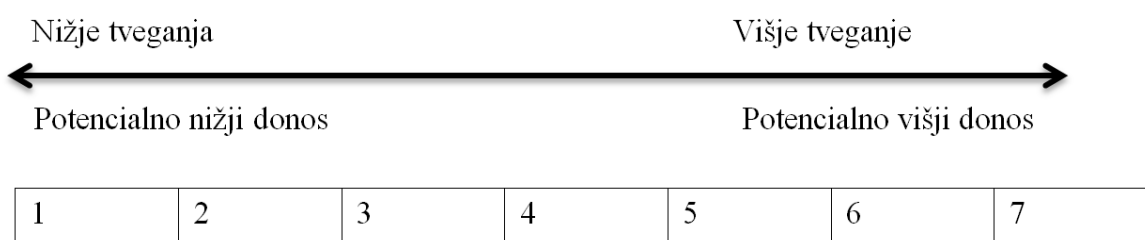
$r_{f,t}$ = tedenska donosnost sklada

T = število opazovanih obdobj v trajanju 1/m leta (za tedenske donosnosti predstavlja $m = 52$ in $T = 260$)

\bar{r}_f = aritmetično povprečje tedenskih donosnosti v obdobju T

Na podlagi dobljenega rezultata se sklad v skladu s tabelo 3 uvrsti v ustrezno kategorijo od 1 do 7 na lestvici tveganja (slika 4), ki mora biti jasno označena.

Slika 4: Grafični prikaz sintetičnega kazalnika tveganja in donosa



Prirejeno po Committee of European Securities Regulators (2010).

Tabela 3: Stopnje tveganja glede na izračunani standardni odklon

Stopnja tveganja	Interval nihajnosti	
	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	

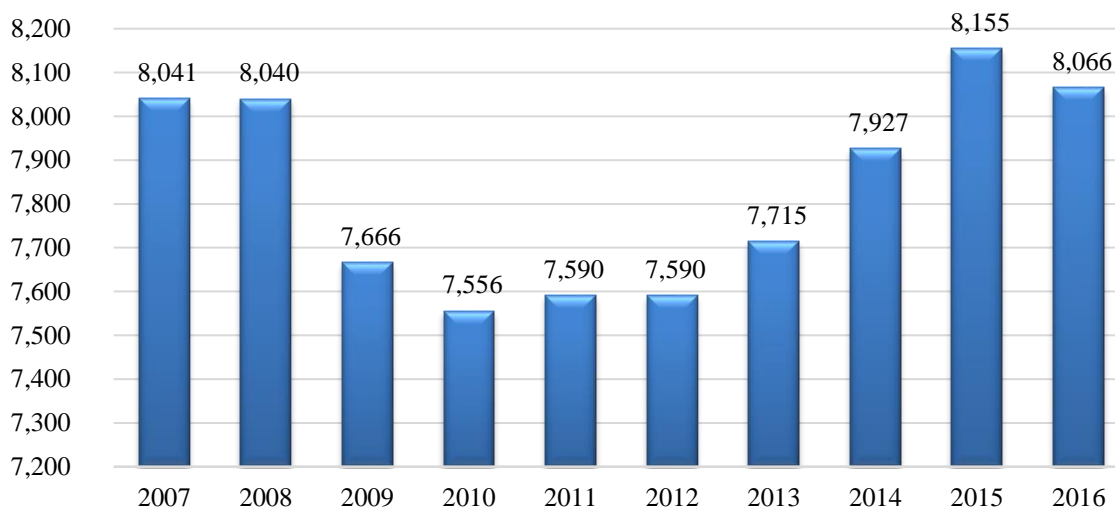
Prirejeno po Committee of European Securities Regulators (2010).

2 TRG VZAJEMNIH SKLADOV V OBDOBJU 2010–2016

2.1 Trg vzajemnih skladov v ZDA

Število investicijskih skladov v ZDA, kot je razvidno s slike 5, je konec leta 2016 znašalo 8.066, kar je za 1,09 % oziroma 89 vzajemnih skladov manj kot konec leta 2015. Število skladov je od leta 2007 naraslo za 0,31 %.

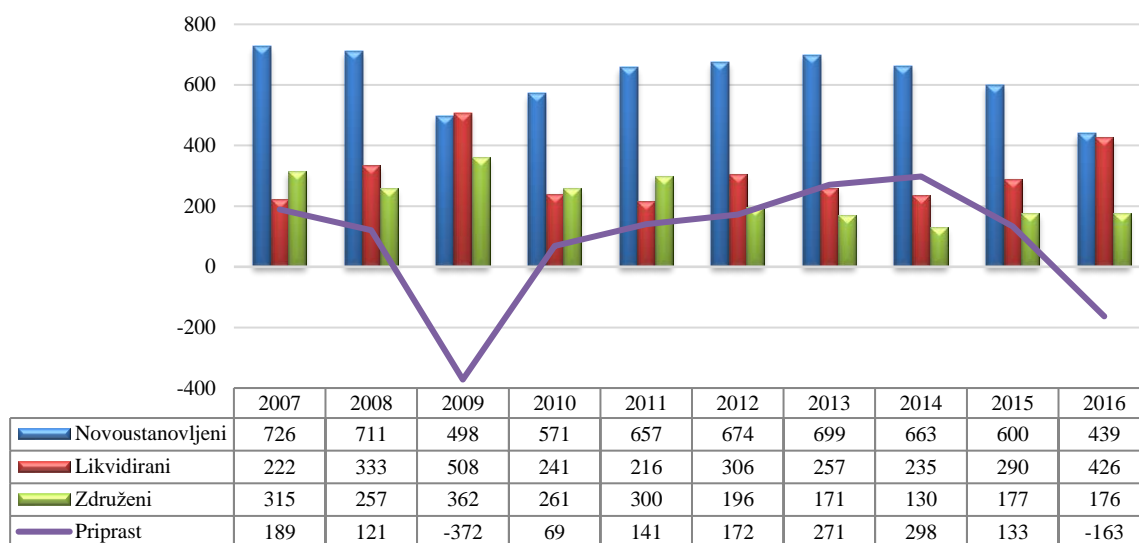
Slika 5: Število vzajemnih skladov v ZDA v obdobju 2007–2016



Prirejeno po Investment company institute (2017).

Po podatkih globalnega združenja reguliranih skladov Investment Company Institut so aktivnosti družb za upravljanje glede števila novoustanovljenih, likvidiranih in združenih skladov odraz ponudbe in povpraševanja. Kot je razvidno s slike 6, je bilo leta 2016 na novo ustanovljenih 439 vzajemnih skladov, likvidiranih oziroma združenih pa jih je bilo 602.

Slika 6: Število novoustanovljenih, združenih in likvidiranih vzajemnih skladov v ZDA v obdobju 2007–2016

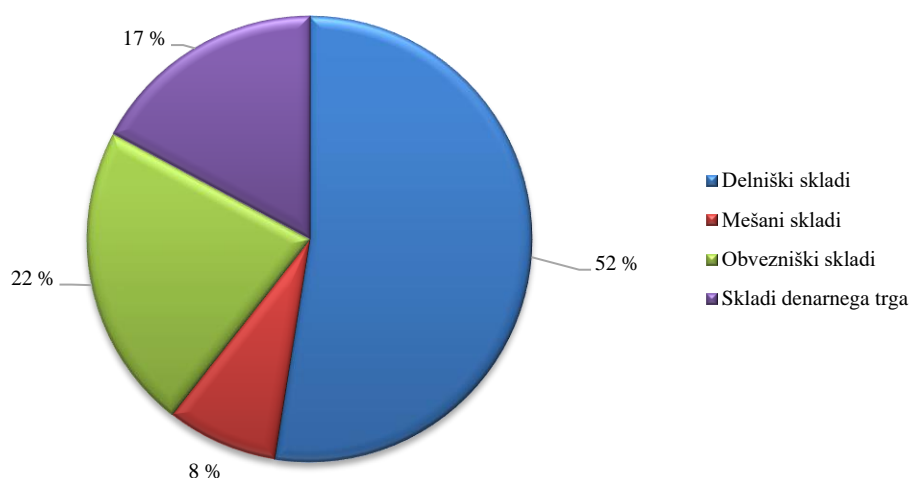


Legenda: *Podatki vključujejo tudi vzajemne sklade, ki investirajo v druge vzajemne sklade.

Prirejeno po Investment company institute (2017).

Kot je razvidno s slike 7, je bila razporeditev sredstev glede na posamezno kategorijo vzajemnih skladov v ZDA malenkost bolj enakomerna kot v Sloveniji. Delež delniških podskladov je konec leta 2016 predstavljal 52 % vseh sredstev, medtem ko je v Evropi ta delež predstavljal 37 %, v Sloveniji pa 60 %. Delež obvezniških vzajemnih skladov pa je predstavljal 22 % v ZDA, kar je za 15 odstotnih točk več kot v Sloveniji in za 5 odstotnih točk manj kot v Evropi.

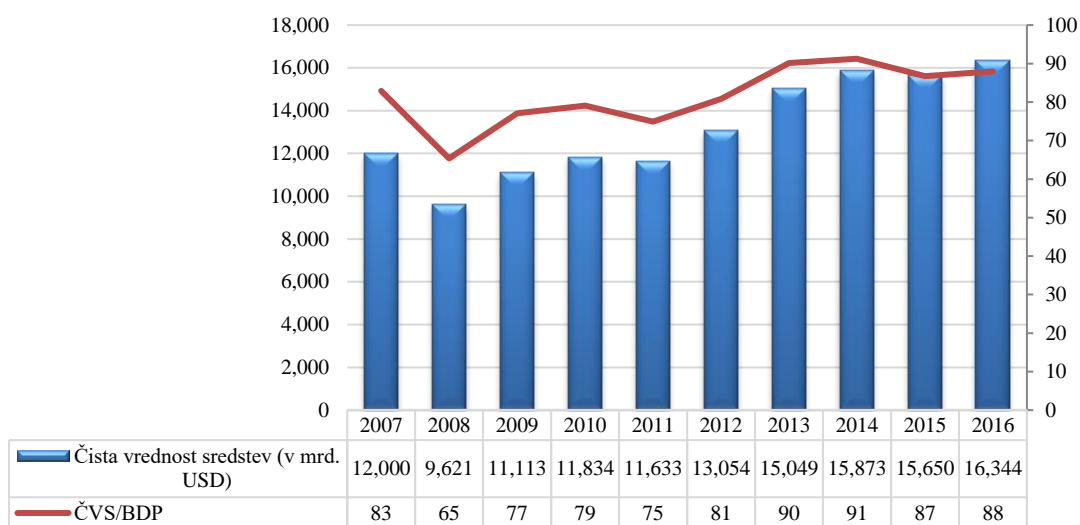
Slika 7: Delež sredstev po vrstah vzajemnih skladov v ZDA konec leta 2016



Prirejeno po Investment company institute (2017).

Čista vrednost sredstev v upravljanju vzajemnih skladov v ZDA je, kot je razvidno s slike 8, konec leta 2016 znašala 16.344 milijard ameriških dolarjev in se je od leta 2007 zvišala za 36,20 % oziroma imajo sredstva konstantno/sestavljeno letno stopnjo rasti (ang. *Compound annual growth rate – CAGR*), ki znaša 3,14 %. Z omenjene slike je razvidno tudi, da čista vrednosti sredstev v upravljanju predstavlja 88 % bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP).

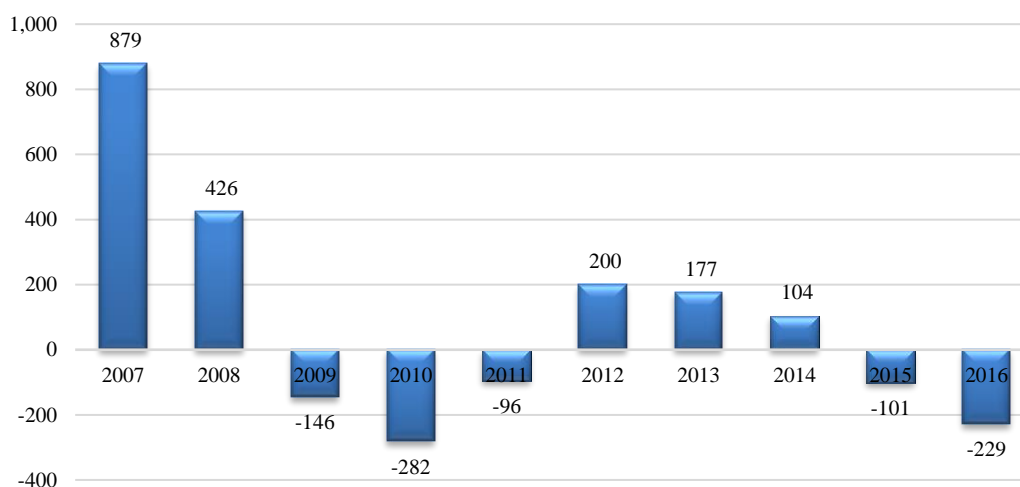
Slika 8: Čista vrednost sredstev investicijskih skladov v ZDA v obdobju 2007–2016 (v milijardah EUR) (leva os) in delež (v %) čiste vrednosti sredstev investicijskih skladov v BDP (desna os)



Legenda: *Podatki vključujejo tudi vzajemne sklade, ki investirajo v druge vzajemne sklade.

Prirejeno po Investment company institute (2017); Trading economics (brez datuma).

Slika 9: Neto vplačila v ZDA v obdobju 2007–2016 (v milijardah EUR)



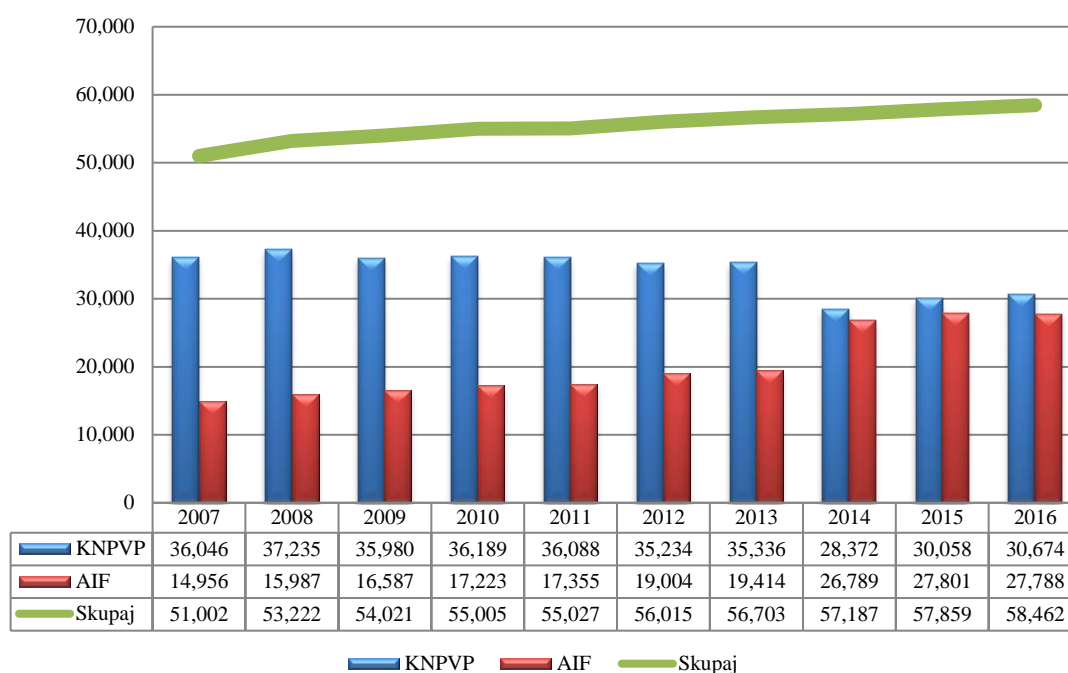
Prirejeno po Investment company institute (2017).

K rasti čiste vrednosti sredstev, poleg razmer na kapitalskih trgih, vplivajo tudi neto vplačila, ki so razvidna s slike 9.

2.2 Trg vzajemnih skladov v Evropi

Število investicijskih skladov v Evropi je konec leta 2016 znašalo 58.462, od tega je bilo 30.674 vzajemnih skladov in 27.788 AIS. Število skladov je od leta 2007 naraslo za 14,63 %.

Slika 10: Število vzajemnih skladov v Evropi v obdobju 2007–2016



Legenda: v regijo Evropa sodijo naslednje države: Avstrija, Belgija, Bolgarija, Hrvaška, Češka, Danska, Finska, Francija, Nemčija, Grčija, Madžarska, Irska, Italija, Lihtenštajn, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Norveška, Poljska, Portugalska, Romunija, Slovaška, Slovenija, Španija, Švedska, Švica, Turčija, Velika Britanija

*V obdobju od 2008 do 2014 postavka Skupaj ne predstavlja seštevka KNPVP in AIF, ker Nizozemska ni posredovala podatkov po posamezni kategoriji.

**Podatki za leto 2014, 2015 in 2016 so predstavljeni skladno z novo klasifikacijo.

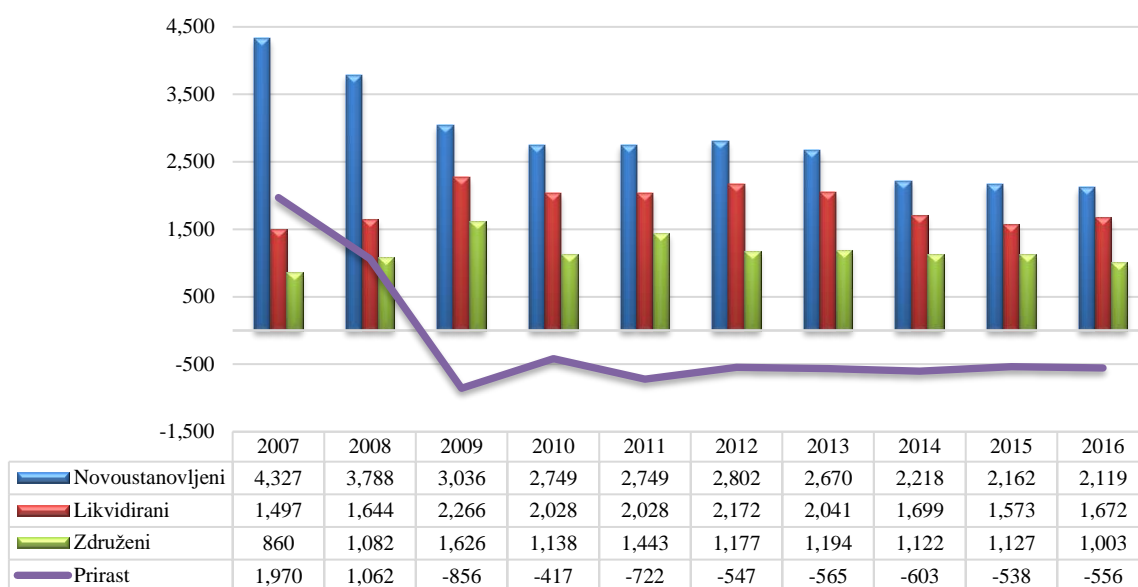
Vir: European Fund and Asset Management Association (2016a); Agencija za trg vrednostnih papirjev (2017).

Po podatkih informacijskega sistema Thomson Reuters Lipper aktivnosti evropskih družb za upravljanje glede števila novoustanovljenih, likvidiranih in združenih skladov nakazujejo na konsolidacijo panoge, ravno tako kot v Sloveniji. S slike 11, v kateri so zajeti vsi investicijski skladi in indeksi investicijski skladi, ki so uvrščeni na borzo (ang.

*Exchange Traded Funds – ETF*¹), je razvidno, da število skladov že šesto leto zapored pada. Glavni razlog za združevanje in likvidacijo skladov pri informacijskem sistemu Thomson Reuters Lipper pripisujejo združevanju družb za upravljanje in posledično prilagajanju produktne palete z združevanjem skladov s podobno naložbeno politiko. Razlog pa pripisujejo nižji pretekli donosnosti sklada, premajhnemu obsegu čiste vrednosti sredstev in neaktualnosti s trenutnimi trendi.

Aktivnosti družb za upravljanje glede likvidacije in ustanovitve skladov so bile leta 2016 na zelo podobni ravni kot leta 2015, medtem ko se je število združenih skladov v primerjavi z letom 2015 v letu 2016 malenkost znižalo.

Slika 11: Število novoustanovljenih, združenih in likvidiranih vzajemnih skladov v Evropi v obdobju 2007–2016



Prirejeno po Glow (2015); Glow (2017).

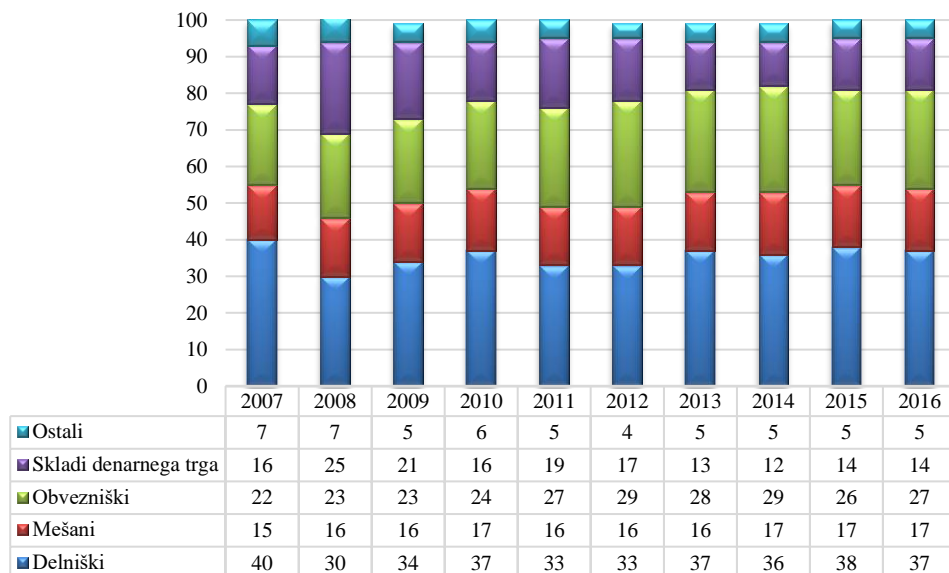
Kot je razvidno s slike 12, je bila razporeditev sredstev glede na posamezno kategorijo KNPVP v Evropi uravnotežena med posameznimi vrstami skladov. Delež obvezniških in denarnih skladov je bil v Evropi 41-odstoten. Delniški skladi so v Evropi konec leta predstavljali 37 % v vseh sredstvih.

Čista vrednost sredstev v upravljanju KNPVP in AIS skladov je, kot je razvidno s slike 13, konec leta 2016 znašala 14.140 milijard EUR in se je od leta 2007 zvišala za 78,78 % oz. imajo sredstva konstantno/sestavljeno letno stopnjo rasti, in sicer 5,98 %. K rasti čiste vrednosti sredstev so poleg razmer na kapitalskih trgih precej prispevala tudi neto vplačila, ki so bila, kot je razvidno s slike 14, z izjemo leta 2008, celotno obdobje pozitivna. Z

¹ ETF je sklad, ki posnema določen borzni indeks in je uvrščen na borzo. V primerjavi z odprtimi investicijskimi skladi ima ETF fiksno/določeno število enot/delnic. Po navedbah Madure so skladi ETF zelo privlačni za institucionalne in individualne vlagatelje. Na trgu je na voljo več kot 1.400 različnih skladov ETF, glavni izdajatelji pa so Vanguard, BlackRock in State Street (Madura, 2014, str. 629).

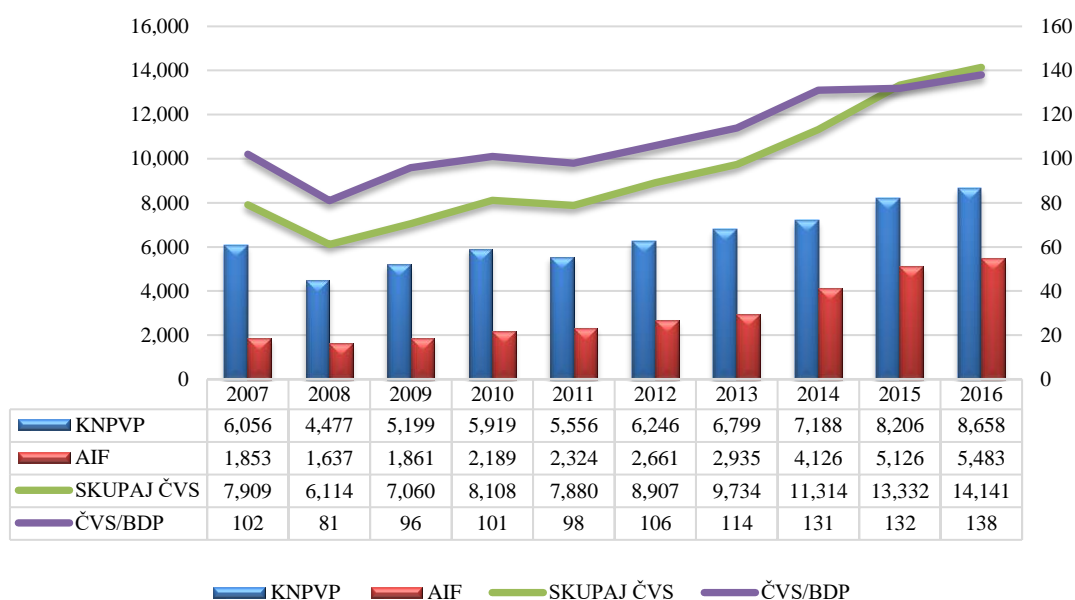
omenjene slike je razvidno tudi, da čista vrednosti sredstev v upravljanju predstavlja kar 138 % BDP.

Slika 12: Delež (v %) sredstev po vrstah vzajemnih skladov v Evropi v obdobju 2007–2016



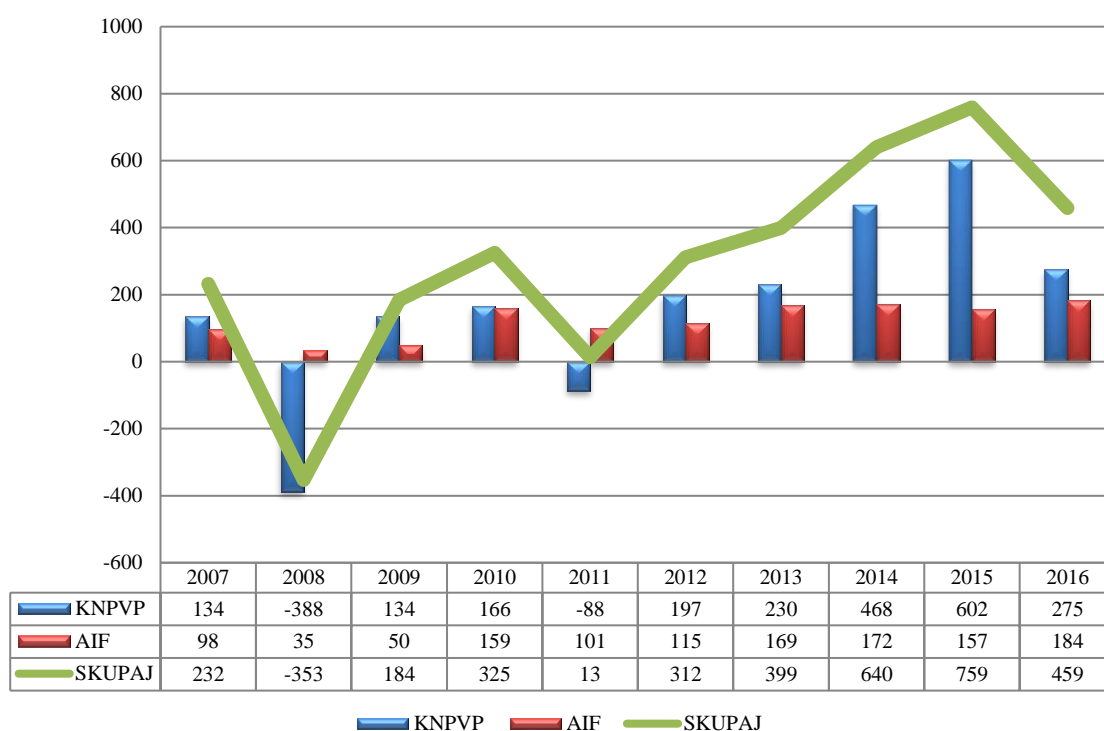
Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev (2012); Agencija za trg vrednostnih papirjev (2017).

Slika 13: Čista vrednost sredstev investicijskih skladov v Evropi v obdobju 2007–2016 (v milijardah EUR) (leva os) ter delež (v %) čiste vrednosti sredstev investicijskih skladov v BDP (desna os)



Prirejeno po European Fund and Asset Management Association (2016a); European Fund and Asset Management Association (2016b); European Fund and Asset Management Association (2017).

Slika 14: Neto vplačila v Evropi v obdobju 2007–2016 (v milijardah EUR)

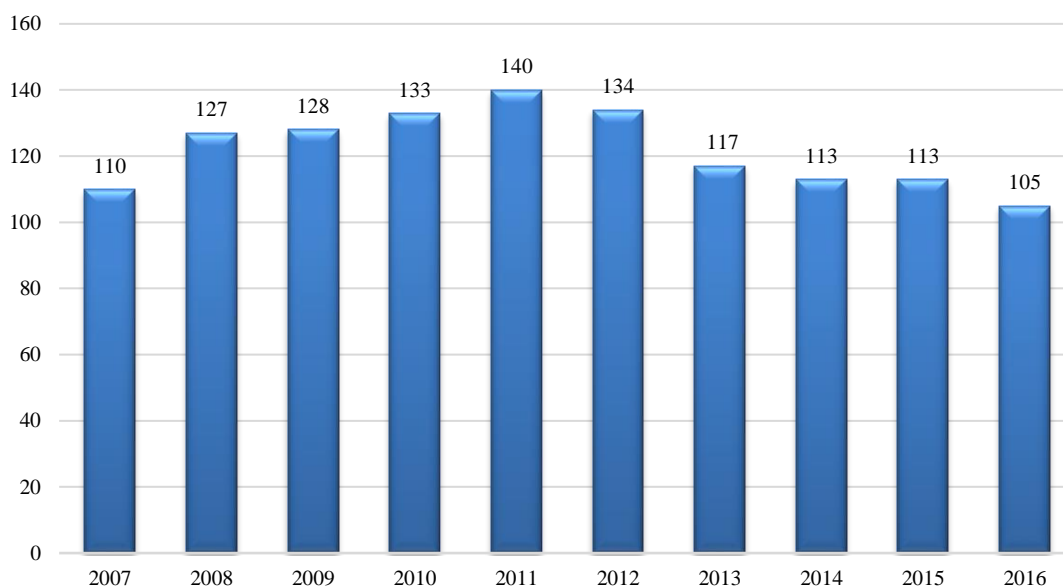


Prirejeno po European Fund and Asset Management Association (2016a); European Fund and Asset Management Association (2016b).

2.3 Trg vzajemnih skladov v Sloveniji

Število vzajemnih skladov v upravljanju slovenskih družb za upravljanje se, kot je razvidno s slike 15, četrto leto zapored zmanjšuje, in sicer zaradi konsolidacije in racionalizacije poslovanja družb za upravljanje. Prenosom upravljanja investicijskih skladov s prenosne družbe za upravljanje na prevzemno družbo za upravljanje, opisanim v poglavju 1.2 pričujočega magistrskega dela, je običajno sledilo združevanje vzajemnih skladov s podobno naložbeno politiko oziroma prilagoditev produktne palete in s tem racionalizacija stroškov poslovanja. Število novoustanovljenih, združenih in likvidiranih skladov je razvidno s slike 16. Dve združitvi vzajemnih skladov pa sta se zgodili zgolj zaradi racionalizacije poslovanja družb za upravljanje, in sicer sta leta 2013 to Ilirika DZU, družba za upravljanje, d.o.o., in KD Skladi, družba za upravljanje, d.d.

Slika 15: Število vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2007–2016

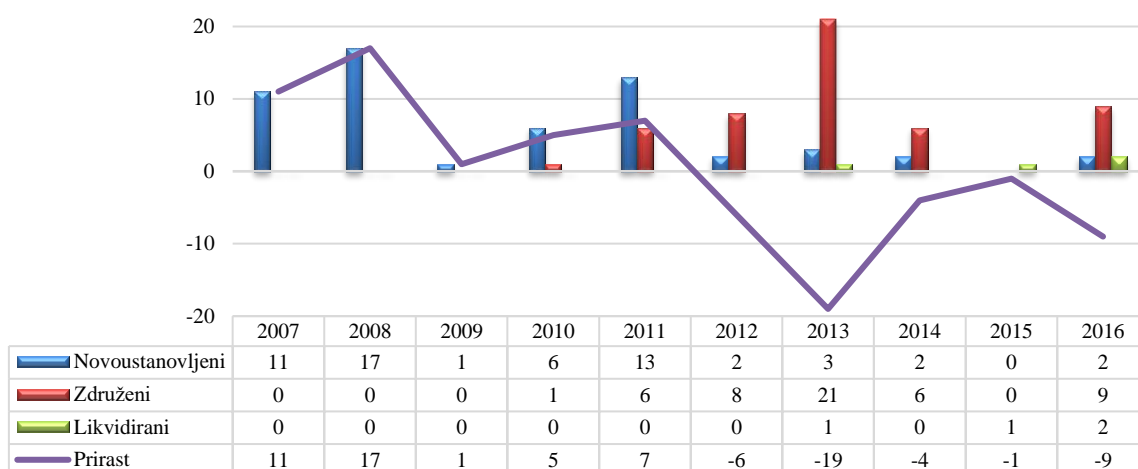


Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev (2012); Agencija za trg vrednostnih papirjev (2017).

Struktura naložb po vrsti vzajemnih skladov s slike 17 kaže na to, da so slovenski vlagatelji naklonjeni bolj tveganim vrstam vzajemnih skladov, saj je izpostavljenost slovenskih vlagateljev do delniških naložb 66-odstotna, kar je višja kot v Evropi in ZDA (razvidno s slik 7 in 12). Kot je razvidno s slike 17, je bila razporeditev sredstev glede na posamezno kategorijo KNPVP v Sloveniji precej manj uravnotežena kot v Evropi. Delež obvezniških in denarnih skladov je bil v primerjavi z Evropo namreč veliko manjši, in sicer v Evropi 41-odstoten, v Sloveniji pa 11-odstoten, delež delniških in mešanih skladov pa je bil višji kot v Evropi. Delniški skladi so v Evropi konec leta predstavljali 37 % v vseh sredstvih, kar je za 23 odstotne točke manj kot v Sloveniji, kjer je delež delniških skladov predstavljal 60 % vseh sredstev. Tudi v primerjavi z ZDA je struktura skladov po posameznih kategorijah manj uravnotežena, saj delež delniških skladov v ZDA predstavlja 52 %, kar je za 8 odstotnih točk manj kot v Sloveniji, delež obvezniških in skladov denarnega trga pa v ZDA predstavlja 39 %, kar je za 28 odstotnih točk več kot v Sloveniji.

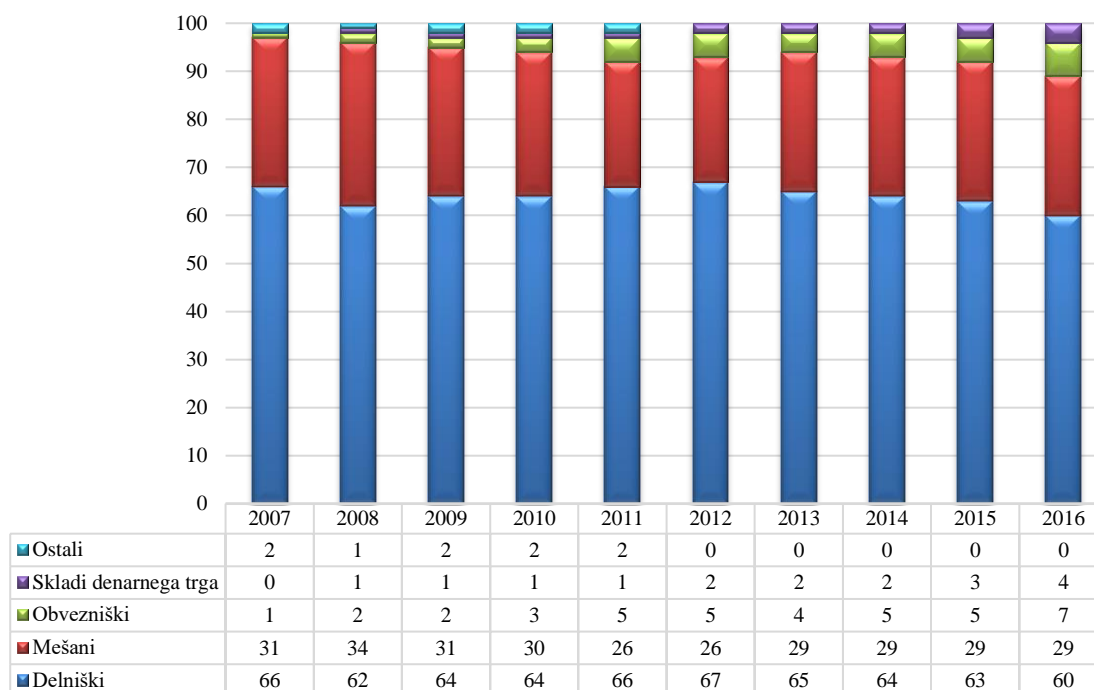
Ravno tako je s slike 17 razvidno, da se tudi pri slovenskih vlagateljih v vzajemne sklade počasi zmanjšuje nagnjenost k bolj tveganim kategorijam skladov. Konec leta 2016 se je tako zmanjšal delež sredstev v delniških skladih (za tri odstotne točke), povečal pa se je delež sredstev v skladih denarnega trga (za eno odstotno točko) in v obvezniških skladih (za dve odstotni točki), medtem ko delež sredstev v mešanih skladih ostaja enak. Pri razporeditvi sredstev med posameznimi kategorijami skladov v RS je v zadnjih letih opazen evidenten trend približevanja povprečju Evropske unije.

Slika 16: Število novoustanovljenih, združenih in likvidiranih vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2007–2016



Prerejeno po Alta Skladi d.d. (2016); Alta Skupina (2011a); Ilirika DZU (2015); Ilirika DZU (2016); Individa & Partnerji (brez datuma); Infond (2012), KD Skladi (2013); KD Skladi (2016a); Skupina Nove KBM (2011); Vzajemci Skupina, d.o.o. (brez datuma b).

Slika 17: Delež (v %) sredstev po vrstah vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2007–2016

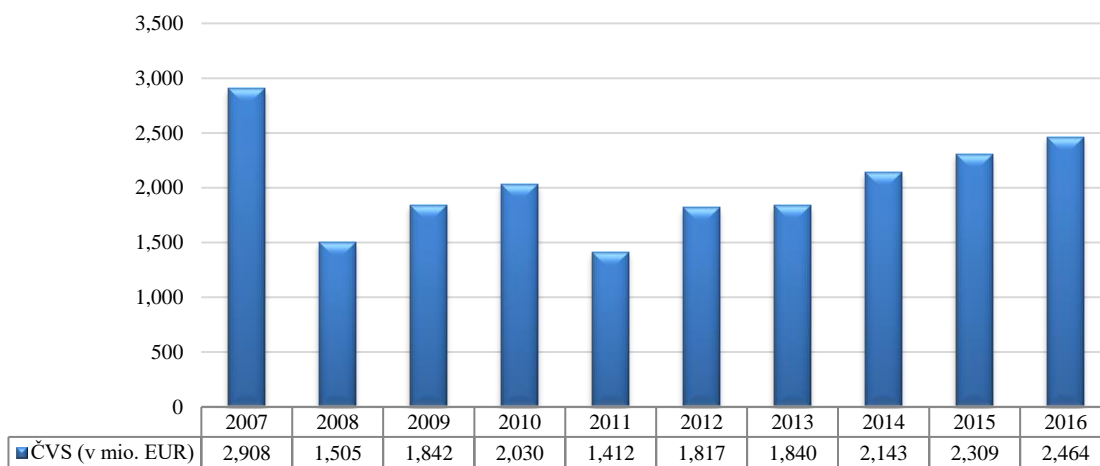


Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev (2012); Agencija za trg vrednostnih papirjev (2017).

Čista vrednost sredstev vzajemnih skladov je konec leta 2016 znašala 2,46 milijarde EUR in se je v primerjavi z letom 2015 povečala za 6,7 %. Povečanje višine sredstev je

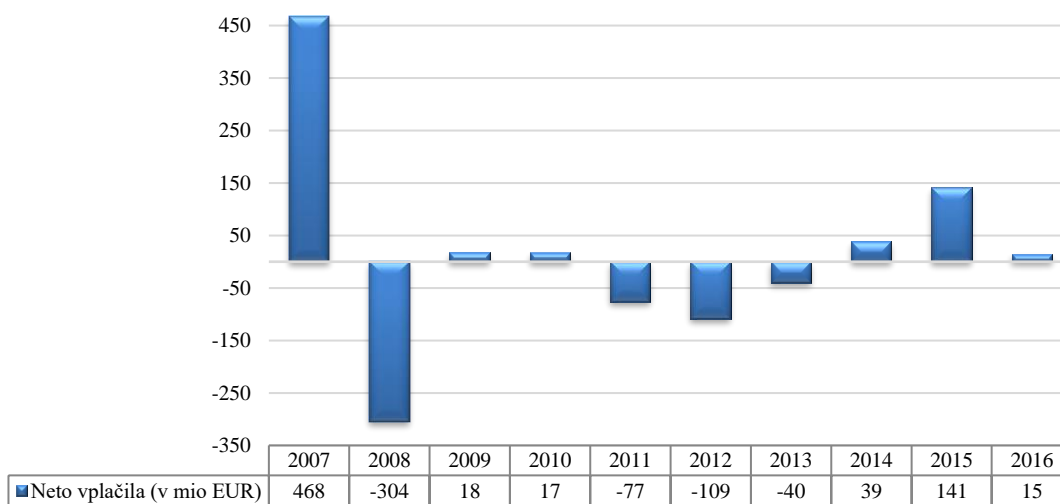
posledica tako povečanja neto vplačil v višini 15 milijonov EUR, kot je razvidno s slike 19, kot tudi rasti vrednosti sredstev v višini 140 milijonov EUR. Čista vrednost sredstev je bila konec leta 2016 v primerjavi s koncem leta 2007 nižja za 15,27 % oz. imajo sredstva konstantno/sestavljeno letno stopnjo rasti, ki znaša -1,65 %.

Slika 18: Čista vrednost sredstev v Sloveniji v obdobju 2007–2016 (v milijonih EUR)



Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev (2012); Agencija za trg vrednostnih papirjev (2017).

Slika 19: Neto vplačila v Sloveniji v obdobju 2007–2016 (v milijonih EUR)

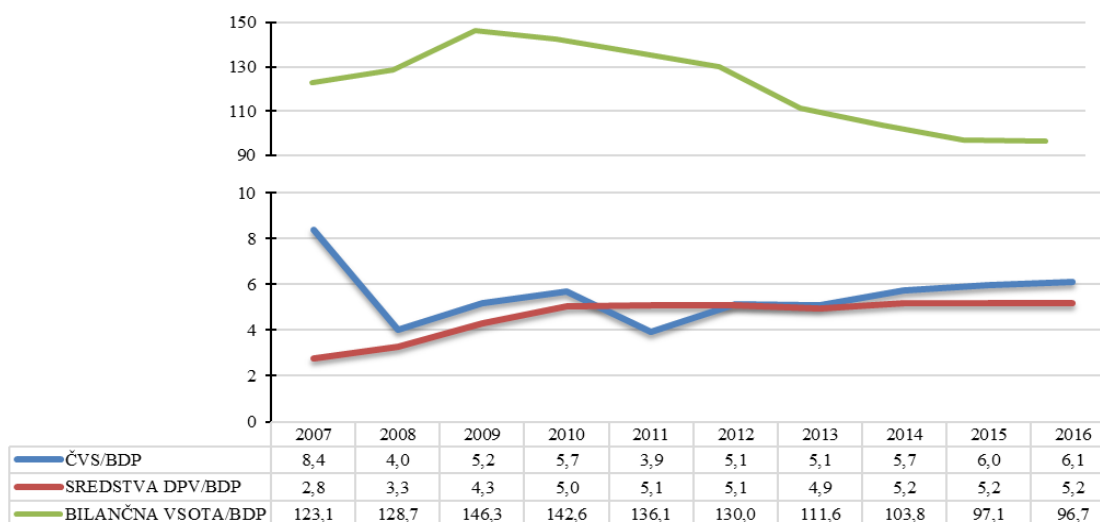


Prirjeno po Agencija za trg vrednostnih papirjev (brez datuma d).

S slike 20 je razvidno, da delež čiste vrednosti sredstev investicijskih skladov v Sloveniji glede na BDP znaša samo 6,1 % in je v primerjavi z ZDA in Evropo skoraj zanemarljiv. V ZDA namreč delež čiste vrednosti sredstev investicijskih skladov glede na BDP znaša 88 %, v Evropi pa kar 138 %. Za primerjavo, da je delež sredstev investicijskih skladov v Sloveniji resnično nizek, smo deležu čiste vrednosti sredstev investicijskih skladov dodali

še delež sredstev v pokojninskih in kritnih skladih, ki je konec leta 2016 znašal 5,2 %, ter delež bilančne vsote bank, ki je konec leta 2016 predstavljal kar 96,7 %².

Slika 20: Delež (v %) čiste vrednosti sredstev investicijskih skladov, sredstev v pokojninskih skladih in bilančne vsote glede na BDP v Sloveniji

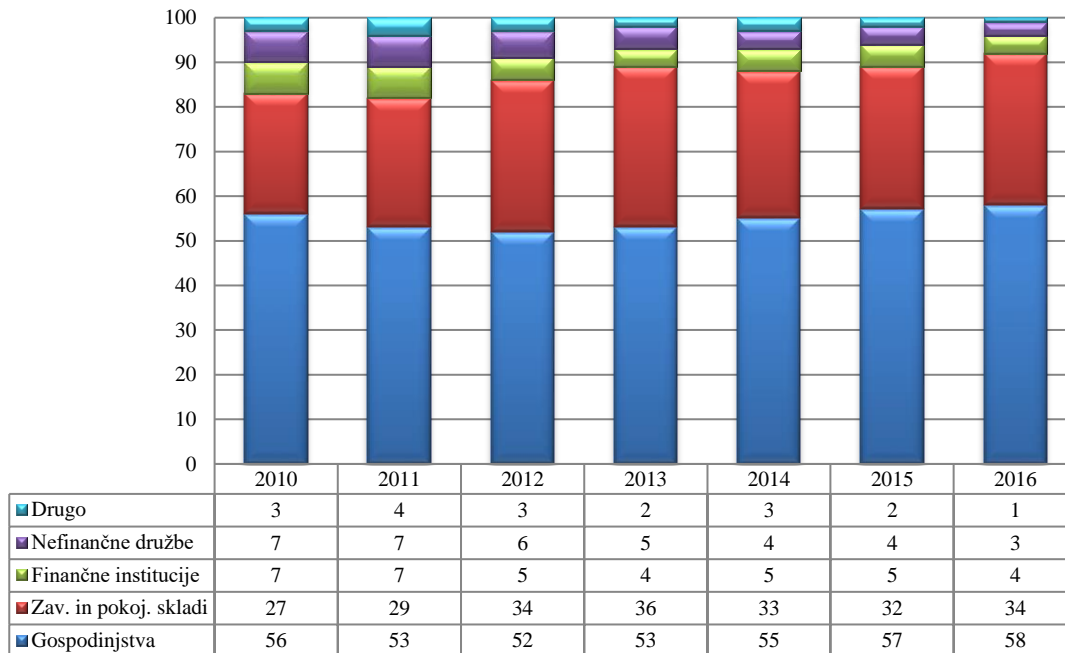


Prirejeno po Agencija za trg vrednostnih papirjev (2012); Agencija za trg vrednostnih papirjev (2017); Banka Slovenije (2016); Banka Slovenije (2017b); Statistični urad Republike Slovenije (brez datuma); Združenje bank Slovenije (brez datuma).

Za boljše razumevanje empiričnega dela tega magistrskega dela je potrebno tudi poznavanje lastniške strukture enot investicijskih skladov. Po navedbah Banke Slovenije se konsolidacija na trgu upravljalcev vzajemnih skladov kaže tudi v lastniški strukturi enot domačih vzajemnih skladov. Nefinančne družbe so se skoraj v celoti umaknile iz lastništva enot domačih vzajemnih skladov. Na to je vplivalo tudi nadpovprečno visoko izplačilo nefinančnim družbam oktobra 2016, do katerega je prišlo zaradi konsolidacije na trgu. Vedno večji delež v strukturi vlagateljev posledično dobivajo gospodinjstva, ki so konec leta 2016 dosegla 58 % lastništva. Zavarovalnice in pokojninski skladi ohranjajo svoje premoženje v enotah vzajemnih skladov pri 34 %. Kot je razvidno s slike 21, lastniška struktura enot investicijskih skladov ostaja stabilna s težnjo povečevanja deleža gospodinjstev ter zavarovalnic in pokojninskih skladov. Gospodinjstva ostajajo največji lastnik enot domačih investicijskih skladov.

² Delež bilančne vsote v ZDA glede na BDP je konec leta 2015 predstavljal 88,81 %, delež bilančne vsote v BDP v evro območju pa je konec leta 2015 znašal 284,20 %.

Slika 21: Lastniška struktura v enotah vzajemnih skladov (v %)



Prirejeno po Banka Slovenije (2016); Banka Slovenije (2017b).

3 PRENOS UPRAVLJANJA IN ZDRUŽITEV VZAJEMNIH SKLADOV

3.1 Prenos upravljanja vzajemnih skladov

ZISDU-3 predvideva dva načina prenosa upravljanja vzajemnega sklada, in sicer:

- pogodbeni prenos upravljanja;
- prislini prenos upravljanja.

Pogodbeni prenos upravljanja se opravi v skladu z 258. členom ZISDU-3, in sicer s prenosom upravljanja vzajemnega sklada na drugo družbo za upravljanje. Prezemna in prenosna družba za upravljanje skleneta pogodbo o prenosu upravljanja, pred samim prenosom upravljanja vzajemnega sklada pa mora prevzemna družba za upravljanje pridobiti še dovoljenje ATVP.

Prezemna in prenosna družba za upravljanje morata imetnike investicijskih kuponov vzajemnega sklada, katerega upravljanje je predmet prenosa, obvestiti o tem prenosu. Prezemna in prenosna družba za upravljanje morata javno objaviti obvestilo o prenosu upravljanja vzajemnega sklada.

S potekom roka, ki se šteje od javne objave obvestila o prenosu upravljanja, v katerem sta družbi opravili prenos upravljanja, in ne sme biti krajši od enega meseca, nastopijo naslednje pravne posledice (ZISDU-3, 264. člen):

- vse pravice in obveznosti prenosne družbe za upravljanje v zvezi z upravljanjem vzajemnega sklada preidejo na prevzemno družbo za upravljanje;
- prenosni družbi za upravljanje preneha dovoljenje za upravljanje vzajemnega sklada, katerega upravljanje je predmet prenosa.

Prisilni prenos upravljanja vzajemnega sklada na drugo družbo za upravljanje se opravi v skladu z 265. členom ZISDU-3 v primeru, če ATVP družbi za upravljanje odvzame dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov oziroma če je nad družbo za upravljanje začel stečajni postopek ali postopek prisilne likvidacije.

Če nastopi razlog za prisilni prenos upravljanja vzajemnega sklada, mora skrbnik do nastopa pravnih posledic prenosa upravljanja opravljati tiste posle upravljanja vzajemnega sklada, s katerimi ni mogoče odlašati.

Ob nastopu razloga za prisilni prenos upravljanja skrbnik za račun vzajemnega sklada zaustavi vplačila in odkup investicijskih kuponov vzajemnega sklada.

V dveh mesecih od nastopa razloga za prisilni prenos upravljanja vzajemnega sklada skrbnik v skladu z 267. členom ZISDU-3 opravi ustrezen postopek zbiranja ponudb družb za upravljanje, ki izpolnjujejo pogoje za prevzem upravljanja vzajemnega sklada in so pripravljene prevzeti upravljanje vzajemnega sklada. Skrbnik naslovi poziv za predložitev ponudb iz prejšnjega odstavka na vse družbe za upravljanje, ki v RS že upravljajo vzajemne sklade. Če skrbniku ponudita prevzem upravljanja vzajemnega sklada dve ali več družb za upravljanje, ki izpolnjujejo pogoje za prevzem upravljanja vzajemnega sklada, skrbnik pri izbiri prevzemne družbe za upravljanje ravna izključno v interesu vlagateljev v vzajemni sklad. Skrbnik in prevzemna družba za upravljanje skleneta pogodbo o prenosu upravljanja.

3.2 Združitev vzajemnih skladov

3.2.1 Pravna ureditev združitve vzajemnih skladov v Sloveniji

Združitev vzajemnih skladov ureja ZISDU-3, in sicer v poglavju 7.10, ki implementira določbe četrtega poglavja *Direktive 2009/65/ES z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o KNPVP*.

V postopku združitve se lahko združujejo:

- podskladi enega krovnega sklada z drugimi podskladi istega ali drugega krovnega sklada, ki ga upravlja ista ali druga družba za upravljanje;
- vzajemni skladi z drugimi vzajemnimi skladi iste ali druge družbe za upravljanje;
- vzajemni skladi s podskladi krovnega sklada iste ali druge družbe za upravljanje;
- podskladi krovnega sklada z vzajemnimi skladi iste ali druge družbe za upravljanje.

ZISDU-3 v podpoglavju 7.10 predvideva združitev dveh ali več vzajemnih skladov na dva načina, in sicer s:

- pripojitvijo;
- spojitvijo.

Pripojitev se opravi s prenosom celotnega premoženja enega ali več vzajemnih skladov (prenosni sklad) na drug obstoječ vzajemni sklad (prevzemni sklad). Spojitev se opravi z ustanovitvijo novega vzajemnega sklada (prevzemni sklad), na katerega se prenese celotno premoženje dveh ali več vzajemnih skladov, ki se spajajo (prenosni sklad). V postopku združitve vzajemnih skladov je lahko udeleženih več prenosnih skladov in samo en prevzemni sklad. V skladu z določili 270. člena ZISDU-3 prenosni sklad z združitvijo preneha brez izvedbe likvidacijskega postopka, pri čemer preidejo vse premoženje ter pravice in obveznosti prenosnega sklada na prevzemni sklad. Družba za upravljanje, ki upravlja prevzemni sklad, stopi v svojem imenu in za račun prevzemnega sklada v vsa pravna razmerja, v katerih je bila družba za upravljanje, ki upravlja prenosni sklad, v svojem imenu in za račun prenosnega sklada. Imetnik investicijskih kuponov prenosnega sklada dobi po izvedenem postopku združitve investicijske kupone prevzemnega sklada skladno z določenim menjalnim razmerjem.

Določila 271. člena ZISDU-3 predpisujejo, da če pri menjavi investicijskih kuponov prenosnega sklada za prenosljive investicijske kupone prevzemnega sklada imetniku investicijskih kuponov prenosnega sklada ne pripade celo število prenosljivih investicijskih kuponov prevzemnega sklada, lahko družba za upravljanje prevzemnega sklada temu imetniku vrednost enot premoženja, ki sestavljajo delno pravico, izplača v denarju. Vsota teh denarnih izplačil ne sme presegati 10 % čiste vrednosti sredstev na novo izdanih enot prevzemnega sklada, ki so posledica združitve.

3.2.2 Načela in pogoji združitve

V skladu z določili 273. člena ZISDU-3 je združitev vzajemnih skladov dopustna le, če se po opravljenem postopku združitve ne poslabša premoženjski položaj imetnikov investicijskih kuponov vzajemnih skladov, udeleženih pri združitvi. Čista vrednost sredstev prevzemnega sklada mora biti po opravljenem postopku preoblikovanja najmanj enaka vsoti čiste vrednosti sredstev prenosnega in prevzemnega sklada pred tem

postopkom. Skupna vrednost vseh investicijskih kuponov prevzemnega sklada, katerih imetnik postane neka oseba po opravljenem postopku združitve, je najmanj enaka skupni vrednosti vseh investicijskih kuponov prenosnega sklada, katerih imetnik je bila ista oseba pred tem postopkom. Pri denarnem izplačilu imetnikom investicijskih kuponov prenosnega sklada se skladno z 271. členom ZISDU-3 denarno izplačilo prenosnega sklada prišteje k skupni vrednosti investicijskih kuponov prevzemnega sklada.

Združitve, opravljene pred 14. 12. 2012, torej v skladu z *Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – I* (ZISDU-1) (Ur. l. RS, št. 110/2002, 73/03, 32/04, 42/04, 68/05, 28/06, 114/06, 92/07 in 109/07), so morale biti opravljene še pod naslednjimi dodatnimi pogoji, ki po trenutno veljavni zakonodaji niso več potrebni (ZISDU-1, 151.b. člen):

- naložbeni cilji, naložbena politika in pravila upravljanja prevzemnega vzajemnega sklada se ne smejo bistveno razlikovati od naložbenih ciljev, naložbene politike in pravil upravljanja prenosnega vzajemnega sklada,
- zadnji javno objavljeni celotni stroški poslovanja prevzemnega vzajemnega sklada ne smejo presežati celotnih stroškov poslovanja prenosnega vzajemnega sklada za več kot 30 %.

3.2.3 Postopek združitve vzajemnih skladov

Postopka združitve, tj. pripojitev in spojitev, sta si med seboj precej podobna in ZISDU-3 v postopku spojitve predvideva smiselno uporabo določil, ki predpisujejo postopek pripojitve. V nadaljevanju je zato predstavljen samo postopek pripojitve.

Družba za upravljanje, ki upravlja prenosni sklad, pred izvedbo prenosa premoženja prenosnega sklada na prevzemni sklad pridobi dovoljenje ATVVP. Družba za upravljanje, ki upravlja prenosni sklad, priloži zahtevi za izdajo dovoljenja za pripojitev sledeče:

- načrt pripojitve v skladu z 276. členom ZISDU-3: sprejmeta ga družbi za upravljanje, ki upravljata prenosni in prevzemni sklad, vsebuje pa: ime vzajemnih skladov udeleženih pri pripojitvi, firmo in sedež družb za upravljanje, ki upravljajo te sklade, ter navedbo, da se bo združitev izvedla s pripojitvijo, kratek opis razlogov za izvedbo pripojitve in njihovo utemeljitev, opis predvidenih posledic pripojitve za imetnike investicijskih kuponov prenosnega in prevzemnega sklada, predstavitev načina vrednotenja sredstev in obveznosti prenosnega ter prevzemnega sklada na dan obračuna združitve, opis metodologije, ki bo na dan obračuna združitve uporabljena za izračun menjalnega razmerja, navedbo predvidenega dneva izvedbe združitve in natančen opis postopkov v zvezi s prenosom premoženja s prenosnega na prevzemni sklad in v zvezi z menjavo investicijskih kuponov prenosnega sklada za investicijske kupone prevzemnega sklada;
- prospekt in dokument s ključnimi podatki za vlagatelje prevzemnega sklada;

- mnenje skrbnika o pripojitvi iz 277. člena ZISDU-3: skrbniki vzajemnih skladov, udeleženih pri pripojitvi, ločeno in neodvisno drug od drugega na podlagi načrta pripojitve, ki se nanaša na vzajemni sklad, za katerega opravljajo skrbniške storitve, pregledajo nameravano pripojitev in izdajo mnenje o pripojitvi;
- obvestilo o pripojitvi imetnikom investicijskih kuponov prenosnega in prevzemnega sklada iz 278. člena ZISDU-3, ki vsebuje kratek opis razlogov za predlagano izvedbo pripojitve in njihovo utemeljitev; opis predvidenih posledic pripojitve za imetnike investicijskih kuponov prenosnega oziroma prevzemnega sklada; opis in postopek uresničitve vseh pravic, ki jih ta zakon v postopku pripojitve podeljuje imetnikom investicijskih kuponov prenosnega oziroma prevzemnega sklada, ter datum predvidene pripojitve; dokument s ključnimi podatki za vlagatelje prevzemnega sklada, ki v skladu z določili 200. člena ZISDU-3 vsebuje jasen, nedvoumen in povprečnemu vlagatelju razumljiv opis bistvenih značilnosti sklada.

Družba za upravljanje je dolžna ATVP nakazati takso za odločanje o zahtevi družbe za upravljanje, ki upravlja prenosni sklad za prenos premoženja na prevzemni sklad. Taksa v skladu s četrtrim odstavkom tarifne številke 54 podzakonskega akta Tarifa o taksah in nadomestilih (Ur. l. RS, št. 54/2008, 86/2009, 59/2010, 10/2011, 80/2012, 102/2012, 78/2013, 80/2014, 59/2015 in 30/2017) znaša 300 točk za vsak prenosni sklad. Vrednost točke v skladu s tretjim odstavkom 3. člena v prejšnjem stavku omenjenem podzakonskem aktu znaša 4,20 EUR, torej znaša taksa za prenos premoženja posameznega sklada na prevzemni sklad 1.260,00 EUR.

3.2.3.1 Revizija pripojitve

Postopek revizije pripojitve, ki ga revidira revizijska družba, ki jo imenuje družba za upravljanje prenosnega sklada v soglasju s skrbnikom tega sklada, je določen v 280. členu ZISDU-3. Pripojitev se opravi med dnevom obračuna in dnevom izvedbe, kar je razvidno tudi s slike 22.

Dan obračuna združitve je v skladu z določili 272. člena ZISDU-3 dan, ko se določi menjalno razmerje, po katerem se bodo investicijski kuponi prenosnega sklada zamenjali za investicijske kupone prevzemnega sklada. Dan obračuna združitve ne sme biti določen pozneje kakor 60. dan po dnevnu, ko družba za upravljanje, ki upravlja prenosni sklad, prejme odločbo ATVP o izdaji dovoljenja za združitev.

Dan izvedbe združitve je v skladu z določili 272. člena ZISDU-3 dan, ko se opravi prenos premoženja in obveznosti iz prenosnega sklada na prevzemni sklad, ter dan, na katerega se opravi, ali, če so investicijski kuponi izdani kot pisne listine, dan, s katerim se začne menjava investicijskih kuponov prenosnega sklada za investicijske kupone prevzemnega sklada, pri čemer se investicijski kuponi prenosnih vzajemnih skladov razveljavijo.

3.2.3.2 Pravice imetnikov investicijskih kuponov prenosnega in prevzemnega sklada

Imetnik investicijskega kupona prenosnega ali prevzemnega sklada lahko od družbe za upravljanje, ki upravlja ta sklad, v skladu z določili 281. člena ZISDU-3 zahteva kopijo revizorjevega poročila o pripojitvi. Družba za upravljanje imetniku investicijskega kupona brezplačno izroči kopijo revizorjevega poročila o pripojitvi najpozneje naslednji delovni dan od prejema pisne zahteve. Kopija revizorjevega poročila o pripojitvi je lahko posredovana v elektronski obliki.

Imetniki investicijskih kuponov prenosnega in prevzemnega sklada lahko, kot določa 282. člen ZISDU-3, zahtevajo, da:

- prenosni oziroma prevzemni sklad odkupi njegove investicijske kupone skladno s prvim odstavkom 233. člena ZISDU-3, pri čemer družba za upravljanje prenosnega sklada imetniku investicijskih kuponov ne sme zaračunati izstopnih stroškov,
- družba za upravljanje prenosnega oziroma prevzemnega sklada zamenja investicijske kupone prenosnega oziroma prevzemnega sklada za investicijske kupone drugega vzajemnega sklada s podobno naložbeno politiko, ki ga upravlja ta družba za upravljanje ali družba za upravljanje, ki je z družbo za upravljanje, ki upravlja prenosni oziroma prevzemni sklad, v razmerju tesne povezanosti ali v razmerju družb, povezanih s skupnim vodenjem, pri čemer je ATVP dodatno obrazložila, da so vzajemni skladi s podobno naložbeno politiko skladi, ki sodijo v isto osnovno kategorijo investicijskih skladov iz 16. člena *Sklepa o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov*, tj. delniški skladi, obvezniški skladi, mešani skladi, skladi denarnega trga, skladi strategij absolutne donosnosti, nepremičninski skladi in preostali skladi.

Imetniki investicijskih kuponov pridobijo pravico do izstopa oziroma zamenjave z dnem prejema obvestila o pripojitvi iz 278. člena ZISDU-3, na katerem je ta pravica jasno navedena, ta pravica pa preneha z ustavitvijo izplačil v skladu s prvim odstavkom 283. člena ZISDU-3. Časovna veljava pravice do izstopa oziroma zamenjave je razvidna tudi s slike 22.

Pravica do izstopa oziroma zamenjave in njena časovna veljava morata biti v skladu s 33. členom *Sklepa o objavah in neposrednem obveščanju imetnikov enot* izrecno zapisana na obvestilu o pripojitvi, ki sta ga družbi za upravljanje prevzemnega in prenosnega sklada dolžni poslati neposredno imetnikom investicijskih kuponov prevzemnega in prenosnega sklada.

3.2.4 Hipotetični primer izračuna menjalnega razmerja

3.2.4.1 Metodologija izračuna menjalnega razmerja

Na dan obračuna pripojitve, na katerega se določi menjalno razmerje, po katerem se bodo investicijski kuponi prenosnega vzajemnega sklada zamenjali za investicijske kupone prevzemnega vzajemnega sklada, se izračuna čista vrednost sredstev (v nadaljevanju ČVS) in vrednost enote premoženja (v nadaljevanju VEP), in sicer za vsak prenosni in prevzemni vzajemni sklad posebej.

Menjalno razmerje se izračuna po naslednji enačbi:

$$\text{MENJALNO RAZMERJE} = \frac{\text{VEP prenosnega podsklada}}{\text{VEP prevzemnega podsklada}} \quad (5)$$

Tabela 4: Podatki o prevzemnem in prenosnem vzajemnem skladu na dan obračuna pripojitve

Dan obračuna pripojitve	Enote	VEP (v EUR)	ČVS (v EUR)
Prevzemni	100	5,0000	500,00
Prenosni	100	10,000	1.000,00
Skupaj			1.500,00

Vir: Lastna izdelava.

$$\text{MENJALNO RAZMERJE} = \frac{\text{VEP prenosnega podsklada}}{\text{VEP prevzemnega podsklada}} = \frac{10}{5} = 2,000$$

Zamenjava investicijskih kuponov bo potekala po menjalnem razmerju 2,00, kar pomeni, da imetnik ene enote PRENOSNI po izvedeni pripojitvi postane imetnik dveh enot PREVZEMNI.

3.2.4.2 Stanje po pripojitvi

Tabela 5: Struktura imetnikov prevzemnega vzajemnega sklada

Imetnik	Enote	Vrednost
1	20	100,00
2	40	200,00
3	30	150,00
4	10	50,00
Skupaj	100	500,00

Vir: Lastna izdelava.

Tabela 6: Nova struktura imetnikov prenosnega sklada

Imetnik	Enote	Vrednost	Novo število enot = enote PRENOSNI * MENJALNO RAZMERJE	ČVS = novo št. enot * VEP prevzemnega
1	10	100,00	20	100,00
2	10	100,00	20	100,00
3	30	300,00	60	300,00
4	10	100,00	20	100,00
5	40	400,00	80	400,00
Skupaj	100	1.000,00	200	1.000,00

Vir: Lastna izdelava.

Tabela 7: Podatki prevzemnega vzajemnega sklada po izvedeni pripojitvi

Novo število enot (število enot premoženja prevzemnega sklada) = Enote PRENOSNI * MENJALNO RAZMERJE

Dan obračuna pripojitve	Enote	VEP (v EUR)	ČVS (v EUR)
Prevzemni	300	5,0000	1.500,00

Vir: Lastna izdelava.

Čista vrednost sredstev vzajemnega sklada PREVZEMNI je po opravljenem postopku pripojitve najmanj enaka vsoti čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada PRENOSNI in PREVZEMNI pred postopkom pripojitve, to je 1.500,00 EUR.

3.2.4.3 Izvedba pripojitve

Izvedba pripojitve je predpisana z 283. členom ZISDU-3, in sicer:

- družbi za upravljanje prenosnega in prevzemnega sklada pet delovnih dni pred dnevom obračuna združitve ustavita vplačila in izplačila iz oziroma v prenosni in prevzemni sklad (ustavitev traja do vključno dneva izvedbe združitve, vendar ne več kot 15 dni);
- »družbi za upravljanje, ki upravljata prenosni in prevzemni sklad, po stanju na dan obračuna združitve in po metodologiji, ki je bila opisana v načrtu pripojitve, na podlagi katerega je ATVP izdala dovoljenje za pripojitev, določita menjalno razmerje, po katerem se zamenjajo investicijski kuponi prenosnega sklada za investicijske kupone prevzemnega sklada in morebitno denarno izplačilo, pri čemer upoštevata čisto vrednost sredstev vzajemnih skladov, udeleženih pri pripojitvi;
- družbi za upravljanje, ki upravljata prenosni in prevzemni sklad, na dan izvedbe pripojitve izvedeta vse v načrtu pripojitve predvidene prenose premoženja oziroma obveznosti v zvezi s posameznim vzajemnim skladom, udeleženimi pri pripojitvi;
- družbi za upravljanje, ki upravljata prenosni in prevzemni sklad, na dan izvedbe pripojitve ali od tega dne, če so investicijski kuponi izdani kot pisne listine, imetnikom investicijskih kuponov prenosnega sklada zamenjata investicijske kupone za

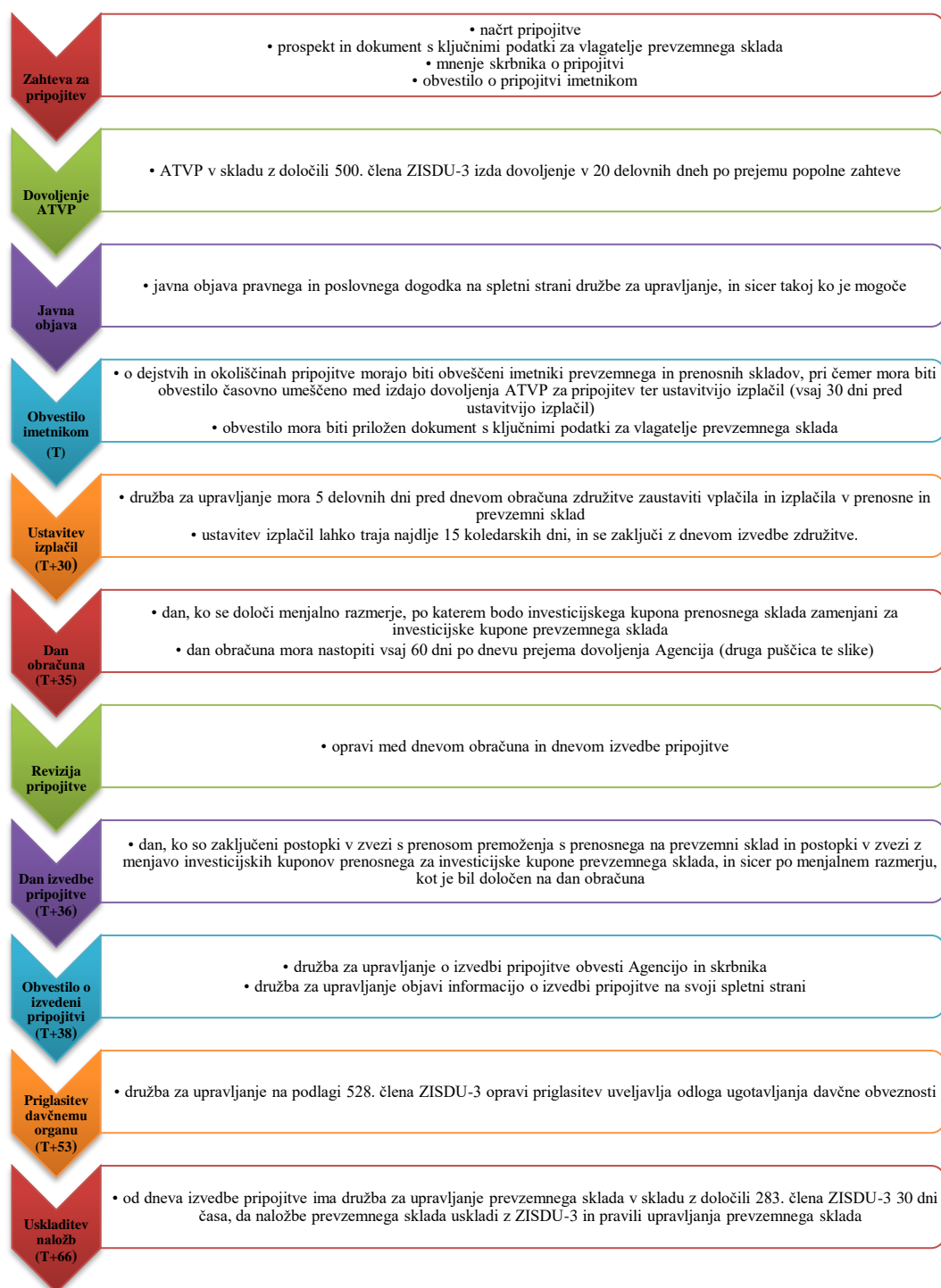
investicijske kupone prevzemnega sklada skladno z menjalnim razmerjem iz tretjega odstavka tega člena;

- družbi za upravljanje, ki upravljata prenosni in prevzemni sklad, ne smeta opraviti prenosa premoženja oziroma obveznosti in menjave investicijskih kuponov v skladu z določbami ZISDU-3, če predhodno ne pridobita pozitivnega revizorjevega mnenja o pripojitvi;
- naložbe prevzemnega sklada lahko odstopajo od določb ZISDU-3 in pravil upravljanja prevzemnega sklada največ 30 dni od dneva izvedbe pripojitve.«

Po izvedbi zamenjave investicijskih kuponov prenosnega sklada za investicijske kupone prevzemnega sklada v skladu z določili 286. člena ZISDU-3 izvedene pripojitve ni mogoče razglasiti za nično niti ni mogoče izpodbiti pravnih dejanj, izvršenih zaradi izvedbe pripojitve. V skladu z dodatno obrazložitvijo ATVP navedeno pomeni, da postopka in poslov, ki so bili posledica izvedbe postopka pripojitve, ni mogoče več izpodbijati v kakršnem koli postopku niti zahtevati ugotovitve ničnosti postopka. Konvalidacija napak postopka pa nima nobenega vpliva na odškodninske odgovornosti družb za upravljanje, na skrbnika in ostale udeležence v postopku pripojitve.

Potek izvedbe pripojitve je razviden tudi s slike 22.

Slika 22: Časovni prikaz poteka postopka združitve vzajemnih skladov



Prerejeno po Sklep o načinu zamenjave investicijskih kuponov prenosnega vzajemnega sklada za investicijske kupone prevzemnega vzajemnega sklada; ZISDU-3; e-ZISDU-3.

3.2.4.4 Obveščanje ATVP, skrbnika prevzemnega sklada in javnosti

Družba za upravljanje prevzemnega sklada prvi delovni dan po izvedbi pripojitve o tem obvesti ATVP in skrbnika prevzemnega sklada ter objavi informacijo o izvedbi pripojitve na svojih spletnih straneh najpozneje prvi delovni dan po izvedeni pripojitvi. Družba za upravljanje opravi obveščanje skladno z 284. in 285. členom ZISDU-3.

3.2.4.5 Stroški pripojitve in odškodninska odgovornost družbe za upravljanje

V skladu z določili 287. člena ZISU-3 stroške, ki nastanejo zaradi pripojitve, nosita družbi za upravljanje, ki upravljata prenosni in prevzemni sklad, kar pomeni, da ne smejo biti plačani iz sredstev vzajemnih skladov.

Za škodo, ki jo pripojitev povzroči imetnikom investicijskih kuponov teh vzajemnih skladov, sta v skladu z določili 288. člena ZISDU-3 odgovorni družbi za upravljanje, ki upravljata prenosni in prevzemni sklad, ter člani njunih uprav oziroma upravnih odborov, razen če dokažejo, da so v postopku pripojitve ravnali v skladu z ustrežno profesionalno skrbnostjo. Glede odgovornosti družbe za upravljanje in članov njene uprave oziroma upravnih odborov, glede postopka uveljavljanja odškodninskih zahtevkov in zastaranja se smiselno uporabljajo določbe ZGD-1 o odškodninski odgovornosti organov vodenja in nadzora prevzete družbe, uveljavljanju odškodninskih zahtevkov zoper navedene osebe in zastaranju teh zahtevkov.

3.2.4.6 Davčni vidik združitve vzajemnih skladov

Združitve vzajemnih skladov nima vpliva na davčni položaj imetnikov investicijskih kuponov prenosnega niti prevzemnega sklada. Zamenjava enot prenosnega sklada za enote prevzemnega sklada se šteje kot neobdavčen prenos oziroma za odsvojitve kapitala, za katero se v skladu z zakonom, ki ureja dohodnino, lahko uveljavlja odlog ugotavljanja davčne obveznosti, in sicer pod pogojem, da družba za upravljanje, ki upravlja prevzemni sklad, razpolaga s podatki o času pridobitve in nabavni vrednosti vseh investicijskih kuponov prevzemnega sklada (ZISDU-3, 528. člen).

Družba za upravljanje, ki upravlja prevzemni sklad, namreč v skladu s 528. členom ZISDU-3 zamenjavo investicijskih kuponov, za katere davčni zavezanci uveljavljajo odlog ugotavljanja davčne obveznosti, priglasi pri pristojnem davčnem organu. Priglasitev opravi za vse zavezance hkrati v 15 dneh od dneva izvedbe združitve vzajemnih skladov in predloži podatke o času pridobitve in nabavni vrednosti vseh enot prevzemnega sklada.

3.2.4.7 Združitev vzajemnega sklada s KNPVP države članice

ZISDU-3, ki je v slovenski pravni red prenesel določila direktive UCITS IV, v določilih od 291. do vključno 295. člena dovoljuje in predpisuje postopek združitve vzajemnega sklada s KNPVP države članice (ang. *cross-border merger*).

Postopek čezmejnega združevanja KNPVP je povsem podoben postopku združevanja KNPVP v Sloveniji. Vendar, da je mogoče izvesti postopek čezmejne združitve KNPVP, je po dodatnem pojasnilu ATVP nujna koordinacija nadzornih organov prevzemnega in prenosnega sklada. Ker za dovoljenje za združitev (pripojitev ali spojitev) zaprosi družba za upravljanje prenosnega sklada (ZISDU-3, 274. člen), ki se mu spreminjajo tudi pravila upravljanja, je ključni del odločanja skoncentriran pri nadzornem organu prenosnega sklada. Nadzorni organ prevzemnega sklada preveri le ustreznost informacij, ki jih bodo prejeli imetniki enot prevzemnega sklada, in v primeru, da te informacije niso ustrezne, pozove družbo za upravljanje prevzemnega sklada, da dopolni informacije o združitvi, in o tem obvesti ATVP.

3.3 Izvedene združitve vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2010–2016

Kot je razvidno iz tabele 4, se je v obdobju od leta 2010 do 2016 v Sloveniji zgodilo osem postopkov pripojitve vzajemnih skladov, ki so jih izvedle različne družbe za upravljanje. V postopke združitve je bilo vključenih 36 prevzemnih vzajemnih skladov in 51 prenosnih prevzemnih skladov.

Tabela 8: Seznam izvedenih združitve vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2007–2016

DZU	Prevzemni vzajemni sklad	Prenosni vzajemni sklad	Datum izvedbe pripojitve
KBM Infond	Infond Hrast, uravnoreženi podsklad	Infond Uravnoreženi, uravnoreženi podsklad	8.10.2010
Alta Skladi	Delniški podsklad Alta Energy	Delniški podsklad Alta Energy+	13.8.2011
	Delniški podsklad Alta Balkan	Delniški podsklad Alta Balkan Select	
	Delniški podsklad Alta Global	Delniški podsklad Alta Plus	
		Delniški podsklad Alta International	
	Delniški podsklad Alta Pharma-Tech	Delniški podsklad Alta Tech	
Delniški podsklad Alta Healthcare			

se nadaljuje

Tabela 8: Seznam izvedenih združitvev vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2007–2016
(nad.)

DZU	Prezemni vzajemni sklad	Prenosni vzajemni sklad	Datum izvedbe pripojitve
KBM Infond	Infond Bond – Euro, obvezniški podsklad	Probanka Gama – obvezniški	17.12.2012
		Probanka Sigma, sklad absolutnega donosa	
		Krekov Sidro Obvezniški, obvezniški podsklad	
	Infond Frontier, delniški podsklad	Krekov Most Novi trgi, delniški podsklad	
	Infond Energy, delniški	Probanka Novi trgi – delniški	
	Infond Hrast, mešani podsklad	Probanka Uranium – delniški	
	Infond Life, delniški podsklad	Krekov Skala Uravnoreženi, mešani podsklad	
KD Skladi	KD Galileo, mešani fleksibilni sklad	KD Severna Amerika, delniški	14.1.2013
		KD Finance, delniški	
	KD Surovine in energija, delniški	KD Nova energija, delniški	
	KD Novi trgi, delniški	KD EM Infrastruktura in gradbeništvo, delniški	
Ilirika DZU	Ilirika Razvijajoči trgi, dinamični	Ilirika Latina, delniški	13.5.2013
	Ilirika Gazela, dinamični	Ilirika Amerika, delniški	
		Ilirika Finance, delniški	
		Ilirika Prehrana, delniški	
Ilirika Energija, delniški	Ilirika Gold, delniški		
Triglav Skladi	Triglav Money Market EUR	Abanka Skladi Denarni EURO	16.12.2013
	Triglav Obvezniški	Abanka Skladi Obvezniški	
	Triglav Rastoči trgi	Abanka Skladi Baltinord	
		Abanka Skladi Afrika in Srednji vzhod	
	Triglav Top Brands	Abanka Skladi Aktivni	
	Triglav Svetovni razviti trgi	Abanka Skladi Svetovni	
	Triglav Azija	Abanka Skladi Azija	
	Triglav Severna Amerika	Abanka Skladi ZDA	
	Triglav Balkan	Abanka Skladi Evropski trgi v razvoju	
	Triglav Renta	Abanka Skladi Uravnoreženi razviti trgi	
Abanka Skladi Fleksibilni			
Triglav Evropa			
NFD	NFD Novi trgi	NFD Azija	31.5.2014
		NFD Energija	
		NFD Finance	
	NFD Razviti trgi	NFD IT	
		NFD Zdravstvo	
		NFD Obvezniški	

se nadaljuje

Tabela 8: Seznam izvedenih združitvev vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2007–2016 (nad.)

DZU	Prezemni vzajemni sklad	Prenosni vzajemni sklad	Datum izvedbe pripojitve
KD Skladi	KD Galileo, mešani fleksibilni sklad	Ilirika Modra kombinacija, fleksibilni	3.10.2016
	KD Vitalnost, delniški	Ilirika Farmacija in tehnologija, delniški	
	KD Amerika, delniški	Ilirika Gazela, dinamični	
	KD Prvi izbor, sklad delniških skladov	Ilirika Globalni sklad skladov, dinamični	
	KD Indija – Kitajska, delniški	Ilirika Azija, dinamični	
	KD Novi trgi, delniški	Ilirika Razvijajoči trgi, dinamični	
	KD Vzhodna Evropa, delniški	Ilirika Vzhodna Evropa, dinamični	
	KD Surovine in energija, delniški	Ilirika Energija, delniški	
	KD Bond, obvezniški – EUR	Ilirika Obvezniški, fleksibilni	
N	36	51	

Prirejeno po Alta Skupina (2011a); Infond (2012); KD Skladi (2013); KD Skladi (2016a); Skupina Nove KBM (2010); Skupina Nove KBM (2011); Triglav Skladi (2013); Vzajemci Skupina d.o.o. (brez datuma a); Vzajemci Skupina, d.o.o. (brez datuma b).

V proučevanem obdobju je bila izvedena tudi ena spojitev vzajemnih skladov, in sicer je družba za upravljanje Triglav Skladi, d.o.o., dne 14. 11. 2016 prenosna vzajemna sklada Triglav vzajemni skladi – delniški Triglav Energija in Triglav vzajemni skladi – delniški Triglav Surovine in materiali spojila v novonastali prevzemni sklad Triglav vzajemni skladi – delniški Triglav Naravni viri.

3.4 Značilnosti vzajemnih skladov, vključenih v proces združitve

V tem poglavju so predstavljene druge značilnosti vzajemnih skladov, vključenih v združevanje. Iz tabele 9 je razvidno, da so prevzemni skladi tako v obdobju 12 mesecev pred izvedbo združitve kot tudi ob sami izvedbi združitve v povprečju večji od prenosnih skladov, gledano po kriteriju višine ČVS. Celotni stroški poslovanja (v nadaljevanju CSP) prevzemnih skladov so v povprečju nižji od celotnih stroškov poslovanja prenosnih skladov, medtem ko je sintetični kazalnik tveganja in donosa (v nadaljevanju SRRI) prevzemnih skladov v povprečju malenkost višji od sintetičnega kazalnika tveganja in donosa.

Tabela 9: Značilnosti prevzemnih in prenosnih skladov

Značilnosti	Prevzemni skladi	Prenosni skladi
Povprečni ČVS v letu pred združitvijo	17.608.616,36	3.173.077,24
ČVS na dan združitve	20.464.871,52	3.164.981,63
Povprečni ČVS v letu po združitvi	22.992.640,70	\
CSP (zadnji objavljen pred združitvijo)	2,23	2,78
CSP (predzadnji objavljen pred združitvijo)	2,29	2,82
CSP (prvi objavljen po združitvi)	2,26	\
CSP (drugi objavljen po združitvi)	2,28	\
SRRI na dan združitve	5,39	5,43

Prerejeno po Ajpes (brez datuma); Družba za upravljanje Abanka skladi (2013–2015); Družba za upravljanje Alta skladi (2010–2012); Družba za upravljanje Ilirika DZU (2012–2016); Družba za upravljanje Infond (2009–2013); Družba za upravljanje KD skladi (2011–2016); Družba za upravljanje Krekova DZU (2011–2012); Družba za upravljanje NFD (2013–2015); Družba za upravljanje Probanka DZU (2011–2012); Družba za upravljanje Triglav skladi (2012–2014); KD Krovni sklad (2013); Krovni sklad Alpen (2015); Krovni sklad Infond (2011); Krovni sklad Nacionalna finančna družba (2014); Krovni sklad Triglav vzajemni skladi (2014); Krovni sklad Infond (2013).

4 PREGLED EMPIRIČNE LITERATURE

4.1 Pregled literature, uporabljene v empiričnem delu

Statusnemu preoblikovanju vzajemnih skladov, in sicer združevanju skladov, je bilo v preteklosti posvečeno že kar nekaj analiz, ki so povzete v nadaljevanju in na katere se opiramo tudi pri empiričnem testiranju pričujočega magistrskega dela.

Andreu in Sarto (2013) sta raziskovala učinek združevanja vzajemnih skladov na uspešnost skladov ter vplačila in izplačila v vzajemne sklade. V proučevani vzorec sta zajela 56 postopkov združitve vzajemnih skladov iz Španije, in sicer v obdobju od leta 2001 do 2009. Avtorja sta z metodo študije dogodkov analizirala učinek združitve na odzivanje vlagateljev na organizacijsko preoblikovanje, kot je združevanje vzajemnih skladov. Rezultati analize so pokazali zlasti statistično nižje neto prilive v prenosnih skladih kot v kontrolni skupini primerljivih skladov, in sicer v obdobju pred izvedeno združitvijo. Prav tako so bili tudi neto prilivi prevzemnih skladov po združitvi negativni in pomembno nižji od povprečja v primerljivih vzajemnih skladih, pri čemer se je negativni učinek v letih po združitvi zmanjševal. Podrobnejša analiza pri tem je pokazala, da je bil manjši negativni učinek po združitvi pogojen s kompenzacijo prilivov in odlivov v prevzemnih skladih, saj so bili tako prilivi kot odlivi bistveno višji od povprečja. Avtorja sta proučila tudi ostale značilnosti skladov, vključenih v združevanje, in ugotovila, da so prevzemni skladi večji od prenosnih skladov, pri čemer sta to dejstvo pripisala neučinkovitosti manjših vzajemnih skladov in manjšemu splošnemu negativnemu vtisu pripojitve manjšega sklada k večjemu.

Allen in Parwada (2001) sta z analizo odzivov imetnikov prevzemnih in prenosnih vzajemnih skladov raziskala, ali le-ti zaznavajo vrednost tovrstnih združitve vzajemnih skladov. V proučevani vzorec sta zajela 332 skladov iz Avstralije, in sicer v obdobju od leta 1995 do 2009. Avtorja sta raziskovala tudi, ali se po združitvi pomembno zvišajo neto prilivi sredstev in ali se pomembno poveča število imetnikov. Njuna analiza je pokazala, da vzajemni skladi po združitvah pogosteje kot zmanjšanje dosegajo povečanje čiste vrednosti. Povišanje sredstev po združitvah v primerjavi z neposredno konkurenčnimi skladi je pri tem pogojeno z znižanjem stroškov poslovanja po združitvah. Kljub temu pa je analiza učinkov združitve na prilive in odlive vzajemnih skladov pokazala, da organizacijsko preoblikovanje vzajemnih skladov z združitvijo na vlagatelje negativno vpliva oz. povzroči negativne neto prilive pred združitvijo in po njej. V združitve vključeni skladi tako niso bili deležni povišanih denarnih tokov ali povišanja števila imetnikov.

Jayaraman, Khorana in Nelling (2002), ki so proučevali 742 postopkov združitve vzajemnih skladov v obdobju od oktobra 1994 do decembra 1997, ter Ding (2006), ki je proučeval 1.751 postopkov združitve vzajemnih skladov v obdobju od leta 1962 do 1999, so raziskovali dejavnike združitve vzajemnih skladov in njihov vpliv na imetnike. Z raziskovanjem sprememb v učinkovitosti prenosnih in prevzemnih vzajemnih skladov so avtorji podali nekaj dokazov o učinku prenosa sredstev imetnikov prenosnega vzajemnega sklada v sredstva prevzemnega sklada. Avtorji so ugotovili, da so prevzemni vzajemni skladi pred združitvijo običajno znatno večji, donosnejši, imajo relativno višja neto vplačila in nižje stopnje stroškov kot prenosni skladi. Med tem, ko so imetniki prenosnih vzajemnih skladov po združitvah deležni znatnih izboljšav v uspešnosti, pa imetniki prevzemnega vzajemnega sklada doživljajo znatno poslabšanje uspešnosti. Imetniki prenosnega vzajemnega sklada imajo koristi tudi od zmanjšanja deleža stroškov njihovega sklada po združitvi. Čeprav so neto vplačila prevzemnega sklada višja od neto vplačil prenosnega vzajemnega sklada, so neto vplačila pred združitvijo obeh vzajemnih skladov negativna. Vpliv združevanja vzajemnih skladov so avtorji proučevali z multiplim regresijskim modelom. Ugotavljajo, da neto denarna vplačila skladov, vključenih v združevanje, niso pod močnim vplivom neto denarnih vplačil istovrstnih skladov. Poleg tega avtorji ne dokažejo statistično značilne povezave med neto denarnimi vplačili in slabo preteklo donosnostjo sklada. Ugotovijo tudi, da so neto denarna vplačila obratno povezana z velikostjo sklada, in sicer zaradi relativno velikih vplačil v manjše sklade. Prav tako so neto denarna vplačila obratno povezana s stroški poslovanja, kar kaže na to, da se vlagatelji izogibajo skladom z višjimi stroški poslovanja. Avtorji dokazujejo, da z vidika pridobivanja sredstev združitve ne rešujejo problema neto vplačil. Ti rezultati po mnenju avtorjev niso presenetljivi, saj sama združitve verjetno ne pritegne dodatnih vplačil, razen če prinese izboljšanje rezultatov. Splošna praksa kaže, da lahko združitve vzajemnih skladov spodbudita želja po doseganju ekonomije obsega ali potreba po odpravi vzajemnih skladov s slabimi izidi. Z multinominalnim logističnim regresijskim modelom so dokazali, da je verjetnost združitve skladov obratno sorazmerna z velikostjo skladov in sorazmerna z razmerjem stroškov prenosnega sklada, verjetnost združitve pa povečuje tudi neuspešnost

sklada v preteklosti. Verjetnost združitve je kot strateška poteza višja tudi pri podskladah znotraj krovne sklada, pri katerih uspešnost nima tako pomembnega učinka na združevanje. Ugotovili so tudi, da so razlogi za združevanje podskladov znotraj krovne sklada nižja pretekla donosnost in visoki celotni stroški poslovanja, po drugi strani pa so razlogi za združevanje posameznih vzajemnih skladov in podskladov različnih krovnih skladov strateške narave.

Zhao (2005) je svojo analizo posvetil raziskovanju vpliva velikosti vzajemnega sklada na možnost likvidacije podskladov različnih krovnih skladov in združevanja podskladov znotraj posameznega krovne sklada. V proučevani vzorec je zajel 15.853 vzajemnih skladov v obdobju od prvega četrletja 1992 do tretjega četrletja 2001, pri čemer je zaznal 828 likvidacij vzajemnih skladov, 757 združitve skladov znotraj krovnih skladov in 451 združitve različnih krovnih skladov. Avtor je med drugim ugotovil, da je možnost likvidacije in prevzeta vzajemnega sklada višja pri manjših skladih z nižjimi neto vplačili.

Luo in Qiao (2012) sta raziskovala združitve vzajemnih skladov znotraj krovnih skladov. V proučevani vzorec sta zajela 213 postopkov združevanja, pri katerih je bilo vključenih 1.049 delniških vzajemnih skladov iz ZDA, in sicer v obdobju od leta 2000 do 2009. Čeprav so taki prevzemi pogojeni s smiselnimi razlogi z vidika krovne sklada, večinoma negativno vplivajo na uspešnost skladov, zlasti na donosnost prevzemnih skladov. Uspešnost skladov pred združitvijo kaže, da prevzemi ne koristijo vlagateljem skladov, in sicer ne s povečanjem likvidnosti, ne z zniževanjem stroškov in ne s širitvijo nabora naložbenih možnosti.

4.2 Ostali vidiki empirične literature

V tem podpoglavju navajamo zanimive sorodne analize, in sicer bodisi s področja združevanja skladov, ki jih v pričujočem magistrskem delu nismo empirično testirali, bodisi s področja, ki posredno vplivajo na naše empirično testiranje. Ker postopek združevanja na vplačila in izplačila denarnih sredstev iz vzajemnih skladov ne vpliva sam po sebi, smo raziskali tudi druge dejavnike, ki vplivajo na vplačila in izplačila. V nadaljevanju so zato predstavljene tudi pomembnejše analize, ki proučujejo vpliv različnih dejavnikov na neto vplačila vzajemnih skladov.

Luo, Manconi in Schumacher (2015) so raziskovali konsolidacijske procese in združitve med globalnimi upravljavci premoženja. V proučevani vzorec so zajeli 174 prevzemov upravljavcev premoženja v obdobju od leta 2000 do 2013. Z analizo združitve v industriji skladov so avtorji analizirali vpliv združitve na poslovne in investicijske politike prevzetih ter prenosnih podjetij. V analizo so zajeli donosnost združenih skladov, različne odzive vlagateljev in partnerjev na same združitve in posledične spremembe v učinkovitosti ter spremembe v investicijskih politikah posameznih skladov. Avtorji so z analizo ugotavljali, da imajo prevzemne družbe za upravljanje od združitve dvojno korist, in sicer si v prvi vrsti odprejo dostop do novih trgov, v drugi vrsti pa dostop do novega strokovnega

naložbenega znanja. Dostop do novih trgov je tako po mnenju avtorjev ključni faktor v odločanju za združitve, saj tako prevzemni skladi z združitvijo razširijo svojo bazo vlagateljev, in sicer zlasti na trgih, do katerih pred združitvijo niso dostopali. Po prevzemu družbe za upravljanje oziroma združitvi družb nova oz. prevzemna družba preusmeri lansiranje novih skladov na distribucijske trge prenosne oziroma prenosnih družb, s čimer ustvarjajo višja neto vplačila, hkrati pa po nastopu skupnega delovanja približujejo svoje naložbene strategije, kar kaže na možne učinke učenja po združitvi. Zlasti prevzemni skladi začnejo z investicijami na področja, kjer so investicije realizirali prenosni skladi pred združitvijo, pri čemer z novimi naložbami ustvarjajo višjo donosnost. Nove in povečane investicije spodbujajo pozitivno in tveganju prilagojeno delovanje, pri čemer se nadoknadi slabšo uspešnost njihovih naložb pred združitvijo. Avtorji tako ugotavljajo, da združitve omogočajo skladom učinkovito preseganje obstoječih ovir in težav v delovanju, saj jim omogočajo, da nove tokove pridobivajo tako neposredno prek ciljnih distribucijskih kanalov kot tudi posredno prek učenja o novih naložbenih območjih.

Rakowski in Wang (2009) sta raziskovala dinamiko kratkoročnih vplačil in izplačil ter donosov vzajemnih skladov in se pri tem osredotočila na medsebojno vplivanje dnevni vplačil in izplačil ter donosov. V proučevani vzorec sta zajela 9.776 vzajemnih skladov v obdobju od marca 2000 do oktobra 2006. Avtorja sta v splošnem ugotovila razlike med vlagatelji vzajemnih skladov in vlagatelji, ki v vrednostne papirje vlagajo neposredno, ter razlike med dolgoročnimi in kratkoročnimi vlagatelji. Rezultati raziskave pri tem so pokazali, da vlagatelji skladov kažejo nasprotno vedenjske tendence na dnevni ravni, kot bi pričakovali glede na razmerja med vplačili in izplačili ter glede na uspešnost v študijah dolgoročne uspešnosti skladov. Na vedenje vlagateljev vzajemnih skladov na krajši rok očitno vplivajo zelo drugačni dejavniki kot na njihovo vedenje na dolgi rok, in sicer sta avtorja opazila pomembno negativno avtokorelacijo dnevni vplačil in izplačil pri kratkih zamikih, kar je nasprotno od močnega učinka pri tokovih na mesečni ravni. Kot kaže, je razlike v dinamiki dnevni vplačil in izplačil mogoče pojasniti s tržnimi politikami sklada, naložbenimi cilji in stopnjo aktivnega upravljanja. Dnevni tokovi skladov so tudi v pozitivni korelaciji s prihodnjimi donosi skladov, kar je pogojeno predvsem z informacijami in ne s pritiski na ceno. Kratkoročne odločitve vlagateljev so torej očitno racionalno časovno omejene, medtem ko lahko pri vlagateljih v vrednostne papirje včasih dokumentiramo tudi nerazumne odločitve. Obstajajo tudi predvidljivi vzorci glede tega, kateri skladi beležijo vedenjsko motivirano trgovanje, in sicer obstaja pri majhnih visokodonosnih skladih večja verjetnost za razvoj trajnih in/ali dinamičnih trgovalnih vzorcev ter trendov vlagateljev. Za razlago dnevni tokov so pri tem pomembni pretekli tokovi in donosi, dan v tednu, čas v mesecu in karakteristike sklada. Vlagatelji torej ne trgujejo z vzajemnimi skladi zgolj na podlagi potrebe po likvidnosti, temveč se dinamično odzivajo na informacije glede sklada in svoje investicije usmerjajo v tiste sklade, o katerih lahko pridobijo informacije in ki so bolj uspešni. Vzorci vedenja vlagateljev različni skladov pa kažejo, da obstaja široka in predvidljiva množica profilov tokov, ki je povezana

z naložbenimi cilji posameznih skladov, tržnimi strukturami in življenjskim ciklom skladov.

Cooper, Gulen in Rau (2003) so raziskovali spremembe imena vzajemnih skladov in vpliv spremembe na tokove. V proučevani vzorec so zajeli 22.367 vzajemnih skladov, ki so v obdobju od leta 1994 do 2001 spremenili svoje ime. Avtorji so raziskovali, ali vzajemni skladi imena spreminjajo z namenom izkoriščanja posameznih obstoječih trendov, saj se spreminjanja imen pojavljajo v valovih. Kot so pokazali rezultati, vzajemni skladi spreminjajo imena, da se približajo trendom visokih donosov in da se oddaljijo od trendov nizkih donosov. Avtorji eno leto pred spremembo imena sklada ugotavljajo povprečne povišane neto odlive v višini 4 %, leto po spremembi imena pa povprečne neto prilive v višini 28 %, čeprav se učinkovitost sklada ne spremeni. Prav tako ni zaznati razlik v povišanju neto prilivov med skladi, ki spremenijo svojo naložbeno politiko, in skladi, ki svoje naložbene politike ne spremenijo, ampak spremenijo samo ime. Rezultati s tem potrjujejo ugotovitve že nekaterih prejšnjih študij, da se vlagatelji odzivajo na tovrstne spremembe.

Barber, Odean in Zheng (2000) so raziskovali vedenje vlagateljev v vzajemne sklade, saj ti postajajo glavna izbira številnih vlagateljev in večinski način vlaganja v vrednostne papirje. V proučevani vzorec so zajeli 30.000 gospodinjstev v ZDA v obdobju šestih let, ki se konča leta 1996. Vedenje vlagateljev so avtorji raziskovali z analizo nakupnih in prodajnih odločitev, pri čemer so ugotovili različne odločitvene metode. Pri nakupih se vlagatelji opirajo na preteklo donosnost sklada in tako se pri več kot polovici vseh nakupov odločajo za sklade v najvišjem kvintilu po pretekli donosnosti. V nasprotju pa se pri prodaji vlagatelji opirajo na učinek razpolaganja in so dvakrat bolj nagnjeni k prodaji pri pozitivnem trendu kot k prodaji pri negativnem trendu, skoraj 40 % prodaj se prav tako izvaja v skladih najvišjega kvintila po pretekli donosnosti. Pri prodaji se torej vlagatelji ne zanašajo na podatke o poslovanju sklada v preteklosti tako kot pri nakupu, kar je po mnenju avtorjev nerazumno. Avtorji so poleg tega še ugotovili, da so vlagatelji pri sprejemanju nakupnih odločitev občutljivi na vstopne stroške, medtem ko bistveno manj upoštevajo operativne stroške. Na osnovi teh rezultatov so avtorji izpeljali tri vrste učinkov, in sicer reprezentativno hevrstiko (bližnjice, ki se jih ljudje poslužujejo pri odločanju v pogojih negotovost), ki vlagatelje motivira za nakup v preteklosti donosnih skladov, učinek razpolaganja, ki vlagatelje zavira pri prodaji v preteklosti neučinkovitih skladov, in učinek okvirja (način predstavljenega ali opisanega problema), zaradi katerega se vlagatelji drugače odzivajo na vstopne kot na operativne stroške.

Tudi Sirri in Tufano (1998) sta analizirala različne dejavnike, ki vplivajo na neto prilive v vzajemne sklade. V analizo je bilo zajetih 690 različnih skladov v obdobju od leta 1971 do 1990, kar predstavlja 87 % vseh sredstev v vzajemnih skladih. Avtorja sta ugotovila, da obstaja zelo močna povezava med neto prilivi v vzajemne sklade in vzajemnimi skladi, ki se po preteklem donosu v proučevanem obdobju uvrščajo med prvih 10 %, medtem ko je pri ostalih skladih povezava precej šibka. V analizi sta ugotovila, da vzajemni skladi, ki

namenjajo več pozornosti oglaševanju, rastejo hitreje kot ostali. Prav tako sta ugotovila, da so največje medijske pozornosti deležni po pretekli donosnosti najuspešnejši vzajemni skladi, hkrati pa družbe za upravljanje intenzivno oglašujejo predvsem najuspešnejše sklade, medtem ko tisti manj uspešnejši niso medijsko izpostavljeni.

Shu, Yeh in Yamada (2002) so se v raziskavi neto prilivov in investicijskega vedenja osredotočali na primerjavo med velikimi in manjšimi vlagatelji ter pri tem ugotovili, da razlike verjetno temeljijo na stroških iskanja. V proučevani vzorec je bilo zajetih 127 skladov na Tajvanu v obdobju od novembra 1996 do oktobra 1999. Avtorji so ugotovili, da vlagatelji, ki v vzajemne sklade investirajo manjše zneske, običajno investirajo v velike in dobro prepoznavne sklade, medtem ko vlagatelji, ki investirajo večje zneske, pogosto investirajo v manjše sklade z višjo upravljavsko provizijo. Majhni vlagatelji se pri nakupu pogosteje opirajo na kratkoročno učinkovitost in se osredotočajo na kratkoročno preteklo donosnost, pri čemer pa se na preteklo donosnost skladov opirajo le pri nakupu, ne pa tudi pri prodaji. Večji vlagatelji, ki investirajo v manjše sklade, so pri tem relativno neobčutljivi na kratkoročno preteklo donosnost skladov pri nakupu in se na preteklo donosnost sklada bolj osredotočajo pri prodaji. Večji vlagatelji tako zadržijo investicije v učinkovitih skladih in svoje investicije premeščajo iz neučinkovitih skladov.

Barber, Huang in Odean (2016) so ugotavljali, ali se vlagatelji v vzajemne sklade pri svojih nakupnih in prodajnih odločitvah ravna po različnih dejavnikih, ki lahko vplivajo na uspešnost sklada, oziroma upoštevajo različne možne indikatorje uspešnosti sklada v prihodnosti. V proučevani vzorec so zajeli približno 4.000 delniških vzajemnih skladov v obdobju od leta 1996 do 2011. Analiza pri tem je v prvi vrsti pokazala, da na upoštevanje dejavnikov v veliki meri vpliva znanje vlagateljev in da se slabše informirani vlagatelji ravna predvsem po pretekli donosnosti, medtem ko se najbolje informirani vlagatelji ravna tudi po preostalih cenovnih in necenovnih dejavnikih, ki vplivajo na donosnost vzajemnega sklada, kot so dejavniki tržno tveganje, velikost, gibanje sklada in presežna donosnost nad primerljivim indeksom. Analiza vedenja vlagateljev ter prilivov in odlivov kaže, da se vlagatelji v veliki meri zanašajo predvsem na tržna tveganja, manj pa se zavedajo ostalih dejavnikov, ki vplivajo na donosnost njihovih investicij. Vlagatelji s slabšim znanjem se večinoma naslanjajo tudi na tveganju prilagojene donose, vlagatelji z boljšim znanjem pa so manj odzivni na z dejavniki povezane donose, saj se zavedajo, da ti donosi nujno ne odražajo upravljanja sklada in ne morejo točno napovedati donosov v prihodnosti.

Barber, Odean in Zheng (2005) so raziskovali učinke stroškov na neto prilive vzajemnih skladov. V analizo so bili zajeti podatki za vse domače delniške sklade v ZDA v obdobju od leta 1970 do 1999. Prišli so do ugotovitve, da so se vlagatelji v zadnjih desetletjih veliko naučili o investiranju v vzajemne sklade in posledično spremenili investicijske navade. Ugotovili so, da obstaja negativna povezava med neto prilivi v vzajemne sklade in višino vstopne provizije pri posameznih vzajemnih skladih, medtem ko višina upravljavske provizije na odločitev vlagateljev nima značilnega vpliva. Kot glavni razlog navajajo

dejstvo, da je vstopna provizija v očeh investitorjev veliko bolj zaznana kot upravljavška provizija. Iz tega so avtorji sklepali in potrdili, da na nakupne odločitve vlagateljev v bistveno večji meri vplivajo očitne in jasne informacije, kot so vstopni stroški, pa tudi izjemna pretekla donosnost sklada ali pa dober marketing in oglaševanje.

Lubej (2015) je navedel nekatere najpogostejše vzroke za zamenjavo vzajemnega sklada. Eden izmed razlogov, ki povzroča prilive oziroma odlive denarja iz vzajemnih skladov, so razmere na kapitalskih trgih. Taka zamenjava je smiselna v razmerah, ko smo priča iztekanju obdobja rasti ali padanja vrednosti delnic. Tak trenutek je sicer zelo težko napovedati in še težje uloviti, vendar upravljavci nekaterih skladov in izkušeni vlagatelji dokazujejo, da je to možno. Razlog za zamenjavo vzajemnega sklada je lahko tudi bližanje naložbenemu cilju vlagatelja. To pride v poštev na primer v situaciji, ko 15, 20 ali več let varčujemo na primer za hišo ali pokojnino in naložbe v obdobju približno sedmih do treh let pred nakupom hiše prestavimo v obvezniške sklade z namenom, da nas tik pred nakupom ne bi presenetil nenaden padec vrednosti naložb v vzajemne sklade. Tretji razlog, ki ga omenja Lubej (2015), pa je sprememba vlagateljeve naložbene politike kot posledica sprememb v njegovem življenju, ki je večinoma posledica nepredvidenih nenadnih dogodkov, kot so izguba rednega vira prihodka, ločitev, bolezen, nesreča, nepričakovana dediščina in podobno.

5 EMPIRIČNO TESTIRANJE

5.1 Metodologija in opisne statistike

Namen empiričnega testiranja je odgovoriti na raziskovalna vprašanja, kakšne so značilnosti vzajemnih skladov, vključenih v postopek združevanja, in sicer glede velikosti posameznega sklada, glede na višino čiste vrednosti sredstev, višino celotnih stroškov poslovanja ob postopku združitve in v dveh letih pred združitvijo ter po njej, višino sintetičnega kazalnika tveganja in donosa ter preteklo donosnosti. Zajeto je obdobje analize od leta 2010 do vključno leta 2016.

V podpoglavju 4.1 so predstavljene relevantne tuje analize s tega področja, ki so dokazale, da so prevzemni skladi ob postopku združitve v povprečju večji glede na višino čiste vrednosti sredstev kot prenosni skladi (Andreu & Sarto, 2013; Ding, 2006; Jayaraman, Khorana & Nelling, 2002), prevzemni skladi imajo ob postopku združitve nižje celotne stroške poslovanja kot prenosni skladi (Allen & Parwada, 2001; Jayaraman, Khorana & Nelling, 2002), in tudi, kaj se zgodi s celotnimi stroški poslovanja v letih po združitvi, in sicer naj bi se zaradi želje po doseganju ekonomije obseg le-teh znižal, česar pa imetniki prevzemnih skladov niso deležni, ker se celotni stroški poslovanja prevzemnih skladov v povprečju ne znižajo, medtem ko so znižanja stroškov deležni imetniki prenosnih skladov, saj so celotni stroški prevzemnega sklada v povprečju nižji kot celotni stroški poslovanja prenosnega sklada (Allen & Parwada, 2001). Ob predpostavki, da so prevzemni skladi v

povprečju večji, donosnejši in stroškovno bolj učinkoviti, smo se vprašali tudi, ali imajo prevzemni skladi nižje tveganje, merjeno s sintetičnim kazalnikom tveganja in donosa iz podpoglavja 1.3.5 pričujočega magistrskega dela.

Oblikovali smo naslednja raziskovalna vprašanja:

- Raziskovalno vprašanje 1: Ali je prevzemni sklad glede na višino čiste vrednosti sredstev večji od prenosnega sklada?
- Raziskovalno vprašanje 2: Ali ima prevzemni sklad nižje celotne stroške poslovanja od prenosnega sklada?
- Raziskovalno vprašanje 3: Ali ima prevzemni sklad v dveh letih po opravljenem postopku združitve nižje celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo?
- Raziskovalno vprašanje 4: Ali ima prevzemni sklad nižji sintetični kazalnik tveganja in donosa od prenosnega sklada?
- Raziskovalno vprašanje 5: Ali ima prevzemni sklad višjo preteklo donosnost od prenosnega sklada?

Nadalje je namen tega poglavja, da na podlagi javno dostopnih podatkov proučimo vpliv na neto vplačila skladov, udeleženih v postopku združevanja skladov, in nadalje da ugotovimo, ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prenosnih oziroma prevzemnih skladov, in sicer v obdobju zadnjega meseca pred dnevom izvedbe pripojitve. Kot je zapisano v poglavju 3.2.3.2, imajo imetniki pravico do izstopa oziroma zamenjave brez izstopnih stroškov. Imetniki prenosnega in prevzemnega sklada so o tem obveščeni vsaj 30 dni pred zaustavitvijo vplačil in odkupa investicijskih kuponov. Namen raziskovalnih vprašanj 6 in 7 je ugotoviti, ali se imetniki prenosnih in prevzemnih skladov z izplačilom odzovejo na prejeto obvestilo o pripojitvi.

Podobne analize o vplivih združevanja skladov na neto prilive so opravili tudi Andreu in Sarto (2013), Jayaraman, Khorana in Nelling (2002), Ding (2006) ter Allen in Parwada (2001). Analize so predstavljene v četrtem poglavju tega magistrskega dela.

Glede vpliva združevanja skladov na neto prilive skladov, vključenih v združevanje, smo oblikovali naslednji raziskovalni vprašanji:

- Raziskovalno vprašanje 6: Ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prenosnega vzajemnega sklada?
- Raziskovalno vprašanje 7: Ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prevzemnega vzajemnega sklada?

Dodatno smo skušali odgovoriti tudi na raziskovalno vprašanje, ali imajo prevzemni skladi višji delež neto vplačil kot prenosni skladi.

Podatke za analizo smo pridobili, kot že prej omenjeno, iz javno dostopnih mesečnih poročil investicijskih skladov, ki so jih v skladu z določili *Sklepa o objavah in*

neposrednem obveščanju imetnikov enot družbe za upravljanje dolžne objaviti enkrat mesečno, in sicer do petnajstega v mesecu za pretekli mesec. Za analizo smo potrebovali podatek o čisti vrednosti sredstev investicijskega sklada na zadnji obračunski dan v mesecu. Podatke o vrednosti enot premoženja smo pridobili iz informacijskega sistema Bloomberg, in sicer samo v primeru, da niso bili že objavljeni v mesečnih poročilih investicijskih skladov. Podatke o zadnji čisti vrednosti sredstev prenosnega vzajemnega sklada pred združitvijo s prevzemnim vzajemnim skladom smo pridobili iz revidiranih letnih poročil investicijskih skladov. Podatke o neto vplačilih skladov kontrolne skupine smo pridobili iz Podatkovnega ogledala, v okviru katerega Agencija za trg vrednostnih papirjev objavlja mesečne podatke o sestavi premoženja investicijskih skladov po posameznih vrstah. Prav tako so podatki o celotnih stroških poslovanja pridobljeni iz revidiranih letnih poročil investicijskih skladov. Podatek o sintetičnem kazalniku tveganja in donosa je prav tako pridobljen iz mesečnih poročil investicijskih skladov.

Iz pridobljenih podatkov o čisti vrednosti sredstev in vrednosti enot premoženja smo izračunali delež mesečnega neto vplačila po sledeči enačbi:

$$DNV = \frac{\check{C}VS_t - \check{C}VS_{t-1} \times (1+r_t)}{\check{C}VS_{t-1}} \times 100 \quad (6)$$

pri čemer je:

DNV = delež neto vplačil

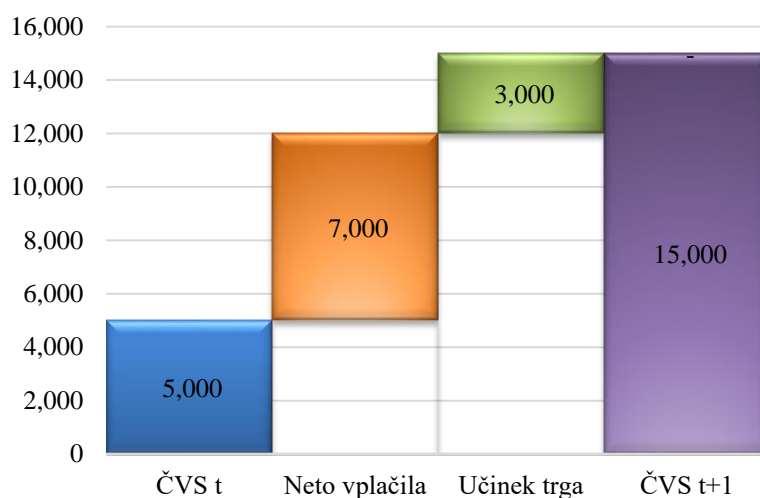
$\check{C}VS_t$ = čista vrednost sredstev na zadnji obračunski dan meseca

$\check{C}VS_{t-1}$ = čista vrednost sredstev na zadnji obračunski dan preteklega meseca

r_t = donosnost vrednosti enote premoženja = $\frac{VEP_t - VEP_{t-1}}{VEP_{t-1}} \times 100$

Enačba 6 je na sliki 23 v absolutnih podatkih prikazana tudi ilustrativno, in sicer je s slike razvidno, da je bila višina ČVS na dan t 5.000,00 EUR, višina ČVS na t+1 je bila 15.000,00 EUR. Predpostavljajmo, da smo iz podatkov o vrednostni enot premoženja na dan t in dan t-1 izračunali donosnost 3.000,00 EUR. Razliko med ČVS t+1, ČVS t in vrednostnim učinkom trga predstavljajo neto prilivi.

Slika 23: Prikaz neto prilivov in učinka trga na ČVS konec obdobja



Vir: Lastna izdelava.

Vsa raziskovalna vprašanja smo proučili s preizkusom dvojic. Pri postavljenih raziskovalnih vprašanjih smo najprej preverili normalnost porazdelitve podatkov. Pogoj za parametričen t-test za neodvisne vzorce, ki ugotavlja, ali obstajajo statistično pomembne razlike med skupinami, je normalna distribucija podatkov, kar pomeni, da morajo biti podatki razporejeni po Gaussovi krivulji. To smo preverili s Kolmogorov-Smirnovim testom (z Lillieforsovim popravkom), ki računa, ali se naša distribucija statistično pomembno razlikuje od normalne. Če je p-vrednost (statistična pomembnost oziroma značilnost) več kot 0,05, potem se smatra, da je distribucija normalna in je pogoj za t-test izpolnjen ter ga lahko izračunamo. Če ta pogoj ni izpolnjen in je p-vrednost manj kot 0,05, uporabimo neparametrični test za neodvisne vzorce. Ker podatki v skupinah niso bili normalno porazdeljeni, smo naredili preizkus dvojic z Wilcoxonovim testom predznačnih rangov. Pri preverjanju hipotez smo upoštevali običajno statistično stopnjo tveganja 5 %.

Nadalje smo za namen raziskave v skladu s tujo finančno literaturo specificirali sledečo regresijsko funkcijo, s katero želimo proučiti vpliv različnih neodvisnih spremenljivk na odvisno spremenljivko, to je delež neto vplačil skladov, vključenih v združevanje. Pri zasnovi regresijske enačbe smo se opirali na ugotovitve Jayaraman, Khorana in Nelling (2002):

$$DNV = \alpha + \beta_1(DNV \text{ k. s.}) + \beta_2(r) + \beta_3(\check{C}VS) + \beta_4(CSP) + \varepsilon \quad (7)$$

pri čemer je:

DNV k. s. = delež neto vplačil kontrolne skupine

r = donosnost vrednosti enote premoženja, pri čemer smo upoštevali eno-, tri-, šest- in 12-mesečno donosnost

ČVS = čista vrednost sredstev na zadnji obračunski dan preteklega meseca

CSP = celotni stroški poslovanja

Kontrolna skupina skladov je sestavljena iz istovrstnih skladov, in sicer vseh investicijskih skladov, ki sodijo v isto osnovno kategorijo investicijskih skladov iz poglavja 1.4 tega magistrskega dela v povezavi z drugo alinejo drugega odstavka poglavja 3.2.3.2.

Analizo smo izvedli ločeno za prevzemne in ločeno za prenosne sklade.

Regresijska analiza je statistična metoda, s katero analiziramo odnos med odvisno spremenljivko in eno ali več neodvisnih spremenljivk. V pričujočem delu imamo opravka z enostavno linearno regresijsko analizo.

5.2 Preverjanje domnev

5.2.1 Preverjanje domnev glede značilnosti prevzemnih in prenosnih skladov

Raziskovalno vprašanje 1: Ali je prevzemni sklad glede na višino čiste vrednosti sredstev večji od prenosnega sklada?

Ničelna hipoteza $H_0: \beta = 0$: prevzemni sklad glede na višino čiste vrednosti sredstev je enak prenosnemu sklada.

Alternativna hipoteza $H_1: \beta \neq 0$: prevzemni sklad je glede na višino čiste vrednosti sredstev večji od prenosnega sklada.

Od 51 primerov združevanja skladov je v 41 primerih čista vrednost sredstev prevzemnega sklada višja od čiste vrednosti sredstev prenosnega sklada, to je v 80,39 % primerov.

V tabeli 10 so prikazane opisne statistike višine čiste vrednosti sredstev prevzemnih in prenosnih skladov. Iz tabele vidimo, da je aritmetična sredina čiste vrednosti sredstev prenosnih skladov 3.164.981,63 EUR in aritmetična sredina čiste vrednosti sredstev prevzemnih skladov 20.464.871,52 EUR. Aritmetična sredina višine čiste vrednosti sredstev prevzemnih skladov je torej kar za 6,46-krat večja od aritmetične sredine višine čiste vrednosti sredstev prenosnih skladov.

Tabela 10: Opisne statistike čiste vrednosti sredstev prevzemnih in prenosnih skladov

ČVS	N	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
Prenosni	51	3.164.981,63	5.771.752,75	45.686,85	35.583.543,00
Prevzemni	51	20.464.871,52	28.280.780,22	166.700,00	109.780.000,00

Vir: Lastna izdelava.

Nadalje smo preverili, ali je čista vrednost sredstev prevzemnih skladov v povprečju statistično značilno višja od čiste vrednosti sredstev prenosnih skladov.

Tabela 11: Testna statistika čiste vrednosti sredstev prevzemnih in prenosnih skladov (a)

Testna statistika	ČVS-prevzemni – ČVS-prenosni
Z	-5,575 ^b
Asimp. p-vrednost (dvosmerna)	0,000

Legenda: a. Wilcoxonov test rangov, b. Na podlagi negativnih rangov.

Vir: Lastna izdelava.

Iz tabele 11 je razvidno, da je p-vrednost pod 0,05, kar pomeni, da so razlike v povprečjih čiste vrednosti sredstev med prenosnimi in prevzemnimi skladi statistično značilne pri stopnji značilnosti 0,05. Prevzemni skladi imajo v povprečju višje čiste vrednosti sredstev, zato lahko ničelno hipotezo zavrnemo in sprejmemo alternativno hipotezo kot pravilno.

Raziskovalno vprašanje 2: Ali ima prevzemni sklad nižje celotne stroške poslovanja od prenosnega sklada?

Ničelna hipoteza $H_0: \beta = 0$: prevzemni sklad ima enake celotne stroške poslovanja kot prenosni sklad.

Alternativna hipoteza $H_1: \beta \neq 0$: prevzemni sklad ima nižje celotne stroške poslovanja.

Od 51 primerov združevanja skladov ima v 36 primerih prevzemni sklad nižje celotne stroške poslovanja od prenosnih skladov, to je v 70,59 % primerov.

V tabeli 12 so prikazane opisne statistike višine celotnih stroškov poslovanja prevzemnih in prenosnih skladov. Iz tabele vidimo, da je aritmetična sredina celotnih stroškov poslovanja prevzemnih skladov 2,25 % in aritmetična sredina celotnih stroškov poslovanja prenosnih skladov 2,81 %. Povprečni celotni stroški prevzemnih skladov so torej za 0,56-odstotne točke nižji od povprečnih celotnih stroškov prenosnih skladov.

Tabela 12: Opisne statistike celotnih stroškov poslovanja prevzemnih in prenosnih skladov

CSP	N	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
Prenosni	42	2,81	0,96	0,70	5,23
Prevzemni	49	2,25	0,63	0,54	3,58

Vir: Lastna izdelava.

Nadalje smo preverili, ali so celotni stroški poslovanja prevzemnih skladov v povprečju statistično značilno nižji od celotnih stroškov poslovanja prenosnih skladov.

Tabela 13: Testna statistika celotnih stroškov poslovanja prevzemnih in prenosnih skladov
(a)

Testna statistika	CSP-prevzemni – CSP-prenosni
Z	-3,162 ^b
Asimp. p-vrednost (dvosmerna)	0,002

Legenda: a. Wilcoxonov test rangov, b. Na podlagi pozitivnih rangov.

Vir: Lastna izdelava.

Iz tabele 13 je razvidno, da je p-vrednost pod 0,05, kar pomeni, da so razlike v celotnih stroških poslovanja med prenosnimi in prevzemnimi skladi statistično značilne pri stopnji značilnosti 0,05. Prenosni skladi imajo v povprečju višje celotne stroške poslovanja, zato lahko ničelno hipotezo zavrnamo in sprejmemo alternativno hipotezo kot pravilno.

Raziskovalno vprašanje 3: Ali ima prevzemni sklad v dveh letih po opravljenem postopku združitve nižje celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo?

Ničelna hipoteza $H_0: \beta = 0$: prevzemni sklad ima v dveh letih po opravljenem postopku združitve enake celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo.

Alternativna hipoteza $H_1: \beta \neq 0$: prevzemni sklad ima v dveh letih po opravljenem postopku združitve nižje celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo.

Od 27 prevzemnih skladov ima 16 prevzemnih skladov v dveh letih po opravljeni združitvi nižje celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo, to je v 59,26 % prevzemnih skladov.

V tabeli 14 so prikazane opisne statistike višine celotnih stroškov poslovanja prevzemnih skladov v dveh letih pred združevanjem in v dveh letih po izvedbi združitve. Iz tabele vidimo, da je aritmetična sredina celotnih stroškov poslovanja prevzemnih skladov v dveh letih pred združitvijo 2,26 % in aritmetična sredina celotnih stroškov poslovanja prevzemnih skladov v dveh letih po združitvi 2,27 %. Povprečni celotni stroški prevzemnih skladov v dveh letih pred združitvijo so torej za 0,01-odstotne točke nižji od povprečnih celotnih stroškov prevzemnih skladov v dveh letih po izvedbi združitve.

Tabela 14: Opisne statistike celotnih stroškov poslovanja prevzemnih skladov pred združitvijo in po njej

Prevzemni	N	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
Pred združevanjem	35	2,26	0,69	0,54	3,83
Po združevanju	27	2,41	0,75	0,47	4,92

Vir: Lastna izdelava.

Nadalje smo preverili, ali so celotni stroški poslovanja prevzemnih skladov v dveh letih pred združevanjem v povprečju statistično značilno nižji od celotnih stroškov poslovanja prevzemnih skladov v dveh letih po združevanju.

Tabela 15: Testna statistika celotnih stroškov poslovanja prevzemnih skladov pred združitvijo in po njej (a)

Testna statistika	Po združevanju – pred združevanjem
Z	-0,256 ^b
Asimp. p-vrednost (dvosmerna)	0,798

Legenda: a. Wilcoxonov test rangov, b. Na podlagi pozitivnih rangov.

Vir: Lastna izdelava.

Iz tabele 15 je razvidno, da je p-vrednost nad 0,05, kar pomeni, da razlike v povprečjih celotnih stroškov poslovanja med prevzemnimi skladi pred združitvijo in po njej niso statistično značilne pri stopnji značilnosti 0,05, zato ničelne hipoteze ne zavrnemo. Prevzemni skladi celotnih stroškov poslovanja v dveh letih po združitvi v povprečju nimajo nižjih celotnih stroškov poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo, kar pomeni, da alternativne hipoteze ne moremo sprejeti kot pravilne.

Celotne stroške poslovanja skladov, vključenih v postopek združevanja, smo primerjali tudi s splošnim trendom nivoja celotnih stroškov poslovanja istovrstnih skladov v enakem časovnem obdobju kot pri prevzemnih skladih, in sicer smo preverili trend celotnih stroškov poslovanja vzajemnih skladov v upravljanju štirih, in sicer glede na čisto vrednost sredstev, največjih družb za upravljanje, kar predstavlja 86,62 % celotne čiste vrednosti sredstev na slovenskem trgu vzajemnih skladov. Štiri največje družbe za upravljanje so, kot je razvidno tudi iz tabele 1, Triglav Skladi, NLB Skladi, KD Skladi in Infond DZU.

Tabela 16: Opisne statistike celotnih stroškov poslovanja skladov v kontrolni skupini

Kontrolna skupina	N	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
Pred združevanjem	25	2,15	0,40	0,66	2,53
Po združevanju	25	2,08	0,41	0,46	2,29

Vir: Lastna izdelava.

Tabela 17: Testna statistika celotnih stroškov poslovanja skladov v kontrolni skupini (a)

Testna statistika	Po združevanju – pred združevanjem
Z	-3,902 ^b
Asimp. p-vrednost (dvosmerna)	0,000

Legenda: a. Wilcoxonov test rangov, b. Na podlagi pozitivnih rangov.

Vir: Lastna izdelava.

Ugotovimo, da ima od 25 vzajemnih skladov v kontrolni skupini kar 22 skladov v kontrolni skupini v dveh letih po opravljeni združitvi nižje celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo, to je v 88,00 % skladov v kontrolni skupini. Iz tabele 17 je razvidno, da so te razlike tudi statistično značilne (p-vrednosti je pod 0,05), kar pomeni, da imajo vzajemni skladi v kontrolni skupini v dveh letih po opravljeni združitvi nižje celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred opravljenjo združitvijo.

Raziskovalno vprašanje 4: Ali ima prevzemni sklad nižji sintetični kazalnik tveganja in donosa od prenosnega sklada?

Ničelna hipoteza $H_0: \beta = 0$: prevzemni sklad ima enak sintetični kazalnik tveganja in donosa kot prenosni sklad.

Alternativna hipoteza $H_1: \beta \neq 0$: prevzemni sklad ima nižji sintetični kazalnik tveganja in donosa.

Od 51 primerov združevanja skladov je bil samo v osmih primerih sintetični kazalnik tveganja in donosa prevzemnega sklada nižji od sintetičnega kazalnika tveganja in donosa prenosnega sklada, to je v 15,96 % primerov.

V tabeli 18 so prikazane opisne statistike vrednosti sintetičnega kazalnika tveganja in donosa prevzemnih ter prenosnih skladov. Iz tabele vidimo, da je aritmetična sredina sintetičnega kazalnika tveganja in donosa prevzemnih skladov 5,39 in aritmetična sredina sintetičnega kazalnika tveganja in donosa prenosnih skladov 5,43. Povprečni sintetični kazalnik tveganja in donosa prevzemnih skladov je torej za 0,04 nižji od povprečnega sintetičnega kazalnika tveganja in donosa prenosnih skladov.

Tabela 18: Opisne statistike sintetičnega kazalnika tveganja in donosa prevzemnih in prenosnih skladov

SRRI	N	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
Prenosni	44	5,43	1,45	1	7
Prevzemni	44	5,39	1,32	1	7

Vir: Lastna izdelava.

Nadalje smo preverili, ali ima prevzemni sklad statistično nižji povprečni kazalnik tveganja in donosa.

*Tabela 19: Testna statistika celotnih stroškov poslovanja prevzemnih in prenosnih skladov
(a)*

Testna statistika	SRRI-prenosni – SRRI-prevzemni
Z	-0,565 ^b
Asimp. p-vrednost (dvosmerna)	0,572

Legenda: a. Wilcoxonov test rangov, b. Na podlagi pozitivnih rangov.

Vir: lastni izračun z uporabo SPSS.

Iz tabele 19 je razvidno, da je p-vrednost nad 0,05, kar pomeni, da razlike v povprečnem sintetičnem kazalniku tveganja in donosa med prenosnimi in prevzemnimi skladi niso statistično značilne pri stopnji značilnosti 0,05, zato ničelne hipoteze ne zavrnamo. Prenosni skladi imajo minimalno višje povprečje, kar pomeni, da alternativne hipoteze ne sprejmemo kot pravilne. Poudariti pa velja, da je sintetični kazalnik tveganja in donosa kategorija na 7-stopenjski lestvici, pri čemer so rangi, kot je navedeno v podpoglavju 1.5.5 magistrskega dela, relativno veliki, kar nakazuje na slabo primerjavo tveganja prevzemnega in prenosnega sklada na podlagi tega kazalnika.

Raziskovalno vprašanje 5: Ali ima prevzemni sklad višjo preteklo donosnost od prenosnega sklada?

Ničelna hipoteza $H_0: \beta = 0$: prevzemni sklad ima enako preteklo donosnost kot prenosni sklad.

Alternativna hipoteza $H_1: \beta \neq 0$: prevzemni sklad ima višjo preteklo donosnost od prenosnega sklada.

Od 51 primerov združevanja skladov je bila v 32 primerih pretekla 12-mesečna donosnost prevzemnega sklada višja od pretekle 12-mesečne donosnosti prenosnega sklada, to je v 62,75 % primerov.

V tabeli 20 so prikazane opisne statistike pretekle 12-mesečne donosnosti prevzemnih in prenosnih skladov. Iz tabele vidimo, da znaša aritmetična sredina pretekle 12-mesečne donosnosti prevzemnih skladov 6,01 %, aritmetična sredina pretekle 12-mesečne donosnosti prenosnih skladov pa 3,70 %. Povprečna pretekla 12-mesečna donosnost prevzemnih skladov je torej za 2,38 odstotne točke višja od povprečne pretekle 12-mesečne donosnosti prenosnih skladov.

Tabela 20: Opisne statistike pretekle 12-mesečne donosnosti prevzemnih in prenosnih skladov

12-mesečna pretekle donosnost	N	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
Donosnost – prenosni	51	3,70	9,33	-33,96	27,27
Donosnost – prevzemni	51	6,01	7,83	-17,45	21,10

Vir: Lastna izdelava.

Nadalje smo preverili, ali ima prevzemni sklad statistično višjo preteklo 12-mesečno donosnost.

Tabela 21: Testna statistika celotnih stroškov poslovanja prevzemnih in prenosnih skladov (a)

Testna statistika	Donosnost
Z	-1,916 ^b
Asimp. p-vrednost (dvosmerna)	0,055

Legenda: a. Wilcoxonov test rangov, b. Na podlagi negativnih rangov.

Vir: Lastna izdelava.

Iz tabele 21 je razvidno, da je p-vrednost nad 0,05, kar pomeni, da razlike v povprečni pretekli 12-mesečni donosnosti med prenosnimi in prevzemnimi skladi niso statistično značilne pri stopnji značilnosti 0,05, zato ničelne hipoteze ne zavrnemo in posledično ne sprejmemo alternativne hipoteze. P-vrednost je 0,055 in bi v primeru preverjanja hipotez s statistično stopnjo tveganja desetih odstotkov alternativno hipotezo 5 lahko sprejeli kot pravilno.

5.2.2 Vpliv združevanja skladov na neto prilive prevzemnih in prenosnih skladov

Raziskovalno vprašanje 6: Ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prenosnega vzajemnega sklada?

Ničelna hipoteza $H_0: \beta = 0$: združevanje skladov ne vpliva na neto prilive prenosnega vzajemnega sklada.

Alternativna hipoteza $H_1: \beta \neq 0$: združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prenosnega vzajemnega sklada.

Od 51 prenosnih skladov, vključenih v proces združevanja skladov, ima v 31 primerih prenosni sklad nižji delež neto vplačil od deleža neto vplačil kontrolne skupine, to je v 60,78 % primerov.

V tabeli 22 so prikazane opisne statistike deleža neto vplačil prenosnih skladov in skladov kontrolne skupine. Iz tabele vidimo, da je aritmetična sredina deleža neto vplačil prenosnih skladov $-2,58$ % in aritmetična sredina deleža neto vplačil skladov kontrolne skupine $0,37$ %. Povprečni delež neto vplačil prenosnih skladov je torej za $-2,95$ -odstotne točke nižji od povprečnega deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini.

Tabela 22: Opisne statistike deležev neto vplačil prenosnih skladov in skladov v kontrolni skupini

Delež neto vplačil (DNV)	N	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
DNV sklada	51	$-2,58$	14,16	$-55,88$	35,55
DNV k. skupine	51	0,37	8,16	$-22,01$	13,84

Vir: Lastna izdelava.

Tabela 23: Testna statistika deležev neto vplačil prenosnih skladov in skladov v kontrolni skupini (a)

Testna statistika	DNV k. skupine – DNV sklada
Z	$-1,687b$
Asimp. p-vrednost (dvosmerna)	0,092

Legenda: a. Wilcoxonov test rangov, b. Na podlagi negativnih rangov.

Vir: Lastna izdelava.

Nadalje smo preverili, ali je delež neto vplačil prenosnih skladov v povprečju statistično značilno višji od deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini.

Iz tabele 23 je razvidno, da je p-vrednost nad $0,05$, kar pomeni, da razlike v povprečnih deležih neto vplačil prenosnih skladov in deležih neto vplačil skladov v skupini niso statistično značilne pri stopnji značilnosti $0,05$, kar pomeni, da ničelne hipoteze ne zavrnamo. Delež neto vplačil prenosnih skladov v povprečju ni nižji od deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini, zato alternativne hipoteze ne sprejmemo kot pravilne. P-vrednost je $0,092$ in bi v primeru preverjanja hipotez s statistično stopnjo tveganja desetih odstotkov alternativno hipotezo sprejeli kot pravilno.

Raziskovalno vprašanje 7: Ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prevzemnega vzajemnega sklada?

Ničelna hipoteza $H_0: \beta = 0$: združevanje skladov ne vpliva na neto prilive prevzemnega vzajemnega sklada.

Alternativna hipoteza $H_1: \beta \neq 0$: združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prevzemnega vzajemnega sklada.

Od 36 prevzemnih skladov, vključenih v proces združevanja skladov, ima v 24 primerih prevzemni sklad nižji delež neto vplačil od deleža neto vplačil kontrolne skupine, to je v 66,66 % primerov.

V tabeli 24 so prikazane opisne statistike deleža neto vplačil prevzemnih skladov in skladov kontrolne skupine. V tabeli vidimo, da je aritmetična sredina deleža neto vplačil prevzemnih skladov 8,51 % in aritmetična sredina deleža neto vplačil skladov kontrolne skupine 0,46 %. Povprečni delež neto vplačil prevzemnih skladov je torej za 3,15-odstotne točke višji od povprečnega deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini, pri čemer je razpon med minimumom in maksimumom sklada precej višji od razpona pri kontrolni skupini, kar vpliva tudi na standardni odklon prevzemnega sklada, saj je za 22,59 odstotne točke višji od standardnega odklona kontrolne skupine.

Tabela 24: Opisne statistike deležev neto vplačil prevzemnih skladov in skladov v kontrolni skupini

Delež neto vplačil (DNV)	N	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
DNV sklada	36	3,61	31,00	-18,11	182,67
DNV k. skupine	36	0,46	8,41	-22,01	13,84

Vir: Lastna izdelava.

Nadalje smo preverili, ali je delež neto vplačil prevzemnih skladov v povprečju statistično značilno višji od deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini.

Tabela 25: Testna statistika deležev neto vplačil prevzemnih skladov in skladov v kontrolni skupini (a)

Testna statistika	DNV k. skupine – DNV sklada
Z	-1,587 ^b
Asimp. p-vrednost (dvosmerna)	0,113

Legenda: a. Wilcoxonov test rangov, b. Na podlagi negativnih rangov.

Vir: Lastna izdelava.

Iz tabele 25 je razvidno, da je p-vrednost nad 0,05, kar pomeni, da razlike v povprečnih deležih neto vplačil prevzemnih skladov in deleži neto vplačil skladov v skupini niso statistično značilne pri stopnji značilnosti 0,05 in posledično ničelno hipotezo ne zavrnamo. Delež neto vplačil prevzemnih skladov v povprečju ni nižji od deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini, kar pomeni, da alternativne hipoteze ne sprejmemo kot pravilne.

Delež neto tokov prevzemnih in prenosnih skladov smo preverjali tudi med seboj.

Tabela 26: Opisne statistike deležev neto vplačil v prenosnih in prevzemnih skladih

Delež neto vplačil (DNV)	N	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
DNV prenosni	51	-2,58	14,16	-55,88	35,55
DNV prevzemni	51	1,31	26,40	-18,11	182,67

Vir: Lastna izdelava.

Tabela 27: Testna statistika deležev neto vplačil v prenosnih in prevzemnih skladih (a)

Testna statistika	DNV prevzemni – DNV prenosni
Z	-0,323 ^b
Asimp. p-vrednost (dvosmerna)	0,746

Legenda: a. Wilcoxonov test rangov, b. Na podlagi pozitivnih rangov.

Ugotovimo, da ima od 51 prenosnih vzajemnih skladov 27 prenosnih vzajemnih skladov nižji delež neto vplačil kot prevzemni skladi, to je 52,94 % prenosnih skladov. Iz tabele 27 je razvidno, da te razlike niso statistično značilne (p-vrednosti je nad 0,05), kar pomeni, da prenosni skladi v povprečju nimajo nižjega deleža neto vplačil kot prevzemni skladi.

Nadalje smo vpliv združevanja skladov na neto vplačila proučili še z multiplim regresijskim modelom, in sicer v skladu z enačbo 7 iz podpoglavja 5.1 pričujočega magistrskega dela.

Raziskovalno vprašanje 6: Ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prenosnega vzajemnega sklada?

Tabela 28 prikazuje negativno ali pozitivno povezanost ocen parcialnih regresijskih koeficientov na odvisno spremenljivko. Iz tabele je razvidno, da je konstanta v vseh modelih negativna, kar pomeni, da je povprečje deleža neto vplačil ob kontroli vseh neodvisnih spremenljivk (vrednost neodvisnih spremenljivk je nič) negativno, torej je iz prenosnih skladov bistveno več izplačil kot vplačil.

Iz tabele 28 razberemo tudi, da je vrednost standardiziranega regresijskega koeficienta 1 m, ki pri prvem modelu znaša -0,398 in je statistično značilen ($p \leq 0,05$), kar pomeni, da časovno obdobje enega meseca negativno vpliva na delež neto vplačil sklada. Podobno lahko trdimo za obdobje šestih mesecev. Vrednost standardiziranega regresijskega koeficienta 6 m pri tretjem modelu znaša -0,344 in je statistično značilen ($p \leq 0,05$), kar pomeni, da časovno obdobje šestega meseca prav tako negativno vpliva na delež neto vplačil sklada. Enako velja tudi za časovno obdobje dvanajstih mesecev. Vrednost standardiziranega regresijskega koeficienta 12 m pri četrtem modelu znaša -0,357 in je statistično značilen ($p \leq 0,05$), kar pomeni, da tudi časovno obdobje dvanajstega meseca negativno vpliva na delež neto vplačil sklada. Pri obdobju treh mesecev pa je vrednost standardiziranega regresijskega koeficienta -0,261, ki ni statistično značilen pri

petstopenjskem intervalu zaupanja (ampak je statistično značilen pri 10-odstotnem intervalu zaupanja).

Govorimo lahko torej o negativnem vplivu parcialnih regresijskih koeficientov iz vseh štirih časovnih obdobj na odvisno spremenljivko, kar pomeni, da visoka donosnost v preteklem obdobju znižuje delež neto vplačil, nizka donosnost pa delež neto vplačil zvišuje, kar dokazuje, da pri prenosnih skladih ugotovitve, predstavljene v podpoglavju 4.2 (Barber, Odean & Zheng, 2000; Sirri & Tufano, 1998), da na neto vplačila pozitivno vpliva pretekla donosnost sklada, ne držijo.

Rezultati multiple regresije kažejo tudi, da delež neto vplačil v prenosne sklade ni pod močnim vplivom deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini, to je delež neto vplačil v istovrstne sklade, niti povezava ni statistično značilna.

Tabela 28: Koeficienti po modelih za prenosne sklade

Model (v mesecih)	Nestandardizirani regresijski koeficienti		Standardizirani regresijski koeficienti	t-statistika	Stopnja značilnosti (p-vrednost)	
	B	Standardna napaka	Beta			
1	(Constant)	-24,861	20,464		-1,215	0,231
	DNV k. skupine	0,075	0,256	0,043	0,294	0,770
	r = 1 m	-1,100	0,368	-0,398	-2,990	0,004
	ČVS (log)	3,877	3,042	0,191	1,275	0,209
	CSP	-0,885	1,674	-0,085	-0,529	0,600
3	(Constant)	-21,183	21,521		-0,984	0,330
	DNV k. skupine	0,143	0,270	0,082	0,528	0,600
	ČVS (log)	3,501	3,201	0,173	1,094	0,280
	CSP	-0,826	1,764	-0,079	-0,468	0,642
	r = 3 m	-0,517	0,278	-0,261	-1,865	0,069
6	(Constant)	-28,150	21,177		-1,329	0,190
	DNV k. skupine	-0,032	0,269	-0,018	-0,118	0,906
	ČVS (log)	4,420	3,151	0,218	1,403	0,167
	CSP	-0,320	1,722	-0,031	-0,186	0,853
	r = 6 m	-0,485	0,197	-0,344	-2,465	0,018
12	(Constant)	-25,658	20,951		-1,225	0,227
	DNV k. skupine	0,179	0,263	0,103	0,682	0,499
	ČVS (log)	3,968	3,113	0,196	1,275	0,209
	CSP	0,024	1,728	0,002	0,014	0,989
	r = 12 m	-0,390	0,152	-0,357	-2,569	0,013

Vir: Lastna izdelava.

Raziskovalno vprašanje 7: Ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prevzemnega vzajemnega sklada?

Tabela 29 prikazuje negativno ali pozitivno povezanost ocen parcialnih regresijskih koeficientov na odvisno spremenljivko. Iz tabele je razvidno, da je konstanta v vseh modelih negativna tudi pri proučevanju prevzemnih skladov, kar pomeni, da je povprečje

deleža neto vplačil ob kontroli vseh neodvisnih spremenljivk (vrednost neodvisnih spremenljivk je nič) negativno, torej je iz prevzemnih skladov več izplačil kot vplačil, a je v primerjavi s prenosnimi skladi povprečni delež neto vplačil pri prevzemnih skladih višji.

Iz tabele 29 razberemo tudi, da vrednost standardiziranega regresijskega koeficienta ni pri nobenem časovnem obdobju in nobenem parcialnem regresijskem koeficientu statistično značilna. Rezultati multiple regresije kažejo, da tudi delež neto vplačil v prevzemne sklade ni pod močnim vplivom deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini, to je delež neto vplačil v istovrstne sklade, niti povezava ni statistično značilna.

Tabela 29: Koeficienti po modelih za prevzemne sklade

Model (v mesecih)		Nestandardizirani regresijski koeficienti		Standardizirani regresijski koeficienti	t-statistika	Stopnja značilnosti (p-vrednost)
		B	Standardna napaka	Beta		
1	(Constant)	-3,686	71,915		-0,051	0,959
	DNV k. skupine	0,599	0,676	0,163	0,886	0,382
	ČVS (log)	-0,474	9,456	-0,009	-0,050	0,960
	CSP	4,755	7,714	0,113	0,616	0,542
3	(Constant)	-3,795	73,051		-0,052	0,959
	DNV k. skupine	0,587	0,693	0,159	0,847	0,404
	ČVS (log)	-0,531	9,615	-0,010	-0,055	0,956
	CSP	4,910	7,927	0,117	0,619	0,540
	r = 3 m	0,107	0,824	0,023	0,129	0,898
6	(Constant)	-3,820	73,051		-0,052	0,959
	DNV k. skupine	0,586	0,693	0,159	0,846	0,404
	ČVS (log)	-0,527	9,613	-0,010	-0,055	0,957
	CSP	4,913	7,921	0,117	0,620	0,540
	r = 6 m	0,111	0,815	0,024	0,136	0,893
12	(Constant)	-3,454	73,081		-0,047	0,963
	DNV k. skupine	0,609	,693	0,165	0,879	0,386
	ČVS (log)	-0,584	9,657	-0,011	-0,060	0,952
	CSP	4,828	7,864	0,115	0,614	0,544
	r = 12 m	0,078	0,702	0,020	0,111	0,912

Opomba: Časovna spremenljivka pri modelu 1 je izključena zaradi korelacije z ostalimi spremenljivkami.

Vir: Lastna izdelava.

5.3 Interpretacija rezultatov

Kot je razvidno iz tabele 30, na podlagi izvedene analize vpliva združevanja vzajemnih skladov na neto prilive in analize strukturnih značilnosti vzajemnih skladov lahko sprejmemo dve od sedmih alternativnih hipotez kot pravilne.

Rezultati analize so nas glede pregleda tuje empirične literature precej presenetili.

Kot že omenjeno, so se združitve vzajemnih skladov zgodile predvsem kot posledica konsolidacije panoge, to je združevanje in prevzemanje družb za upravljanje. Po prenosu investicijskih skladov na prevzemno družbo za upravljanje je sledila še prilagoditev naložbene palete skladov, pri čemer so se skladi, ki so bili preneseni na prevzemno družbo za upravljanje, pripojili prvotnim skladom v upravljanju te prevzemne družbe za upravljanje.

Tabela 30: Povzetek rezultatov preverjanja hipotez

Zap. št.	Alternativna hipoteza	Rezultat
1	Prevzemni sklad je glede na višino čiste vrednosti sredstev večji od prenosnega sklada.	Sprejeta
2	Prevzemni sklad ima nižje celotne stroške poslovanja.	Sprejeta
3	Prevzemni sklad ima v dveh letih po opravljenem postopku združitve nižje celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo.	Ni sprejeta
4	Prevzemni sklad ima nižji sintetični kazalnik tveganja in donosa.	Ni sprejeta
5	Prevzemni sklad ima višjo preteklo donosnost od prenosnega sklada.	Ni sprejeta
6	Združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prenosnega vzajemnega sklada.	Ni sprejeta
7	Združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prevzemnega vzajemnega sklada.	Ni sprejeta

Vir: Lastna izdelava.

V naši analizi je zagotovo 29 takih primerov, to je 56,86 % vseh izvedenih pripojitev. Na ta način so družbe za upravljanje najbolj racionalno prišle do zelene palete vzajemnih skladov pod okriljem enega krovnega sklada, pri čemer se naložbene politike posameznih podskladov niso podvajale, imetniki pa so bili deležni vseh prednosti enega krovnega sklada, na primer prehodi med skladi kot davčni nevtralni dogodek. Prav tako so se ohranila obstoječa imena vzajemnih skladov in s tem blagovna znamka, ki jih je prevzemna družba upravljala že do prenosa upravljanja vzajemnih skladov druge družbe za upravljanje in pripojite le-teh. Predvidevamo torej, da se družbe za upravljanje pri odločitvi o prevzemnem in prenosnem skladu ne ozirajo na višino čiste vrednosti sredstev, celotne stroške poslovanja, sintetični kazalnik tveganja in donosa ter na preteklo donosnost.

Na delež neto vplačil vpliva tudi odločitev družbe za upravljanje, da v svoja priporočila za nakup skladov, ki bodo pripojeni, ne vključuje v prodajna priporočila, ter tudi izplačila imetnikov investicijskih kuponov, ki so na kakršen koli način povezani z družbo za upravljanje, ki je prenosne sklade upravljala pred izvedenim prenosom iz prenosne na

prevzemno družbo za upravljanje. Na izid analize je vplivala tudi lastniška struktura imetnikov investicijskih kuponov, predstavljena v poglavju 2.3 tega magistrskega dela. Samo 58 % enot investicijskih skladov pripada gospodinjstvom, kar 42 % enot investicijskih skladov pa imajo v lasti institucionalni vlagatelji, ki s svojimi izplačili in vplačili relativno velikih zneskov močno vplivajo na delež neto prilivov v določenem obdobju.

Na izplačila sredstev iz vzajemnih skladov pa, domnevamo, vpliva tudi samo neposredno obveščanje imetnikov, navedeno v podpoglavju 3.2.3.2 magistrskega dela. Namreč, 30 dni pred zaustavitvijo izplačil in vplačil v vzajemne sklade, vključene v postopek združitve, vsak imetnik investicijskih kuponov prejme obvestilo in s tem deloma sproži premislek oziroma spodbudi manj dejavne imetnike k izplačilu. Te domneve sicer ni mogoče podpreti s tujimi empiričnimi raziskavami. Razloge za to bi lahko pripisali pomembnosti varčevanja v vzajemnih skladih in s tem posledično tudi skrbnosti za privarčevana sredstva. V Sloveniji sredstva v vzajemnih skladih predstavljajo 6 % BDP, kar je zanemarljivo v primerjavi z ZDA (sredstva v vzajemnih skladih predstavljajo 88 % BDP) in Evropo (sredstva v vzajemnih skladih predstavljajo 138 % BDP), poleg tega pa določen delež sredstev v slovenskih vzajemnih skladih izhaja še iz privatizacije državnega premoženja, ko so pooblašcene investicijske družbe zbirale lastniške certifikate državljanov Slovenije. Poleg omenjenih razlogov pa je razlog najverjetneje tudi v splošnem nivoju finančne pismenosti Slovencev ter zelo veliki donosnosti na slovenskem in balkanskem trgu vrednostnih papirjev, ki so povzročile množičen pristop k vzajemnim skladom in po padcu cen vrednostnih papirjev tudi razočaranje.

SKLEP

V obdobju od leta 2010 do 2016 se je število družb za upravljanje zmanjšalo s 13 na sedem. V enakem obdobju se je tudi število skladov zmanjšalo s 133 na 105. 51 vzajemnih skladov je bilo pripojenih 36 prevzemnim skladom, štirje skladi so bili likvidirani, izvedena pa je bila tudi ena spojitev, pri kateri je bilo premoženje dveh vzajemnih skladov preneseno na novonastali vzajemni sklad, 25 vzajemnih skladov pa je bilo v enakem obdobju ustanovljenih na novo.

Tuje analize dokazujejo, da so prevzemni skladi ob postopku združitve v povprečju večji glede na višino čiste vrednosti sredstev kot prenosni skladi (Andreu & Sarto, 2013; Ding, 2006; Jayaraman, Khorana & Nelling, 2002), prevzemni skladi imajo ob postopku združitve nižje celotne stroške poslovanja kot prenosni skladi (Allen & Parwada, 2001; Jayaraman, Khorana & Nelling, 2002) in tudi, da naj bi se celotni stroški poslovanja po združitvi znižali zaradi želje po doseganju ekonomije obsega, česar pa imetniki prevzemnih skladov niso deležni, ker se celotni stroški poslovanja prevzemnih skladov v povprečju ne znižajo, medtem ko so znižanja stroškov deležni imetniki prenosnih skladov, saj so celotni stroški prevzemnega sklada v povprečju nižji kot celotni stroški poslovanja

prenosnega sklada (Allen & Parwada, 2001). Ob predpostavki, da so prevzemni skladi v povprečju večji, donosnejši in stroškovno bolj učinkoviti, smo se vprašali tudi, ali imajo prevzemni skladi nižje tveganje, merjeno s sintetičnim kazalnikom tveganja in donosa.

Proučili smo značilnosti slovenskih vzajemnih skladov, vključenih v združevanje, in sicer velikost glede na čisto vrednost sredstev, celotne stroške poslovanja ob združitvi in v obdobju dveh let pred opravljeno združitvijo posameznih skladov ter po njej, sintetični kazalnik tveganja in donosa ter preteklo donosnost.

Ugotavljamo, da imajo prevzemni vzajemni skladi ob združevanju v povprečju višjo čisto vrednost sredstev kot prenosni vzajemni skladi, s čimer smo našo alternativno hipotezo, da je prevzemni sklad glede na višino čiste vrednosti sredstev večji od prenosnega sklada, sprejeli kot pravilno. Nadalje ugotavljamo, da imajo prenosni vzajemni skladi ob združevanju v povprečju višje celotne stroške poslovanja. Postavljeno alternativno hipotezo, da ima prevzemni sklad nižje celotne stroške poslovanja, sprejmemo kot pravilno. Po drugi strani pa imajo v povprečju prenosni skladi sintetični kazalnik tveganja donosa samo minimalno višji, zato alternativne hipoteze, da ima prevzemni sklad nižji sintetični kazalnik tveganja in donosa, ne sprejmemo kot pravilne, saj razlika ni statistično značilna.

Z analiziranjem slovenskih združitvev vzajemnih skladov smo dokazali, da celotni stroški poslovanja vzajemnih skladov v obdobju dveh let pred združitvijo vzajemnih skladov niso statistično značilno nižji v primerjavi z enako dolgim obdobjem po združitvi, kar bi pričakovali zaradi izkoriščanja ekonomije obsega, kar je v nasprotju s splošnim trendom celotnih stroškov poslovanja istovrstnih skladov v enakem časovnem obdobju. Alternativne hipoteze, da ima prevzemni sklad v dveh letih po opravljenem postopku združitve nižje celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo, ne sprejmemo kot pravilne. Alternativne hipoteze, da ima prevzemni sklad višjo preteklo donosnost od prenosnega sklada, prav tako ne sprejmemo kot pravilne, saj ima sicer v 62,75 % primerov prevzemni sklad višjo preteklo 12-mesečno donosnost od prevzemnega sklada, vendar razlika ni statistično značilna. Predvidevamo torej, da se družbe za upravljanje pri odločitvi o prevzemnem in prenosnem skladu ne ozirajo na višino čiste vrednosti sredstev, celotne stroške poslovanja, sintetični kazalnik tveganja in donosa ter na preteklo donosnost.

Poudarek magistrskega dela je na analizi vpliva združevanja vzajemnih skladov na neto prilive. Tuje finančne analize, ki so proučevale vpliv združevanja skladov na neto vplačila, so dokazale, da združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive (Allen & Parwada, 2001; Andreu & Sarto, 2013; Ding, 2006; Jayaraman, Khorana & Nelling, 2002), ravno nasprotno pa to pri združitvah slovenskih vzajemnih skladov ni statistično značilno, in sicer niti pri prevzemnih niti pri prenosnih skladih.

Od 51 prenosnih skladov, vključenih v proces združevanja skladov, ima v 31 primerih prenosni sklad nižji delež neto vplačil od deleža neto vplačil kontrolne skupine, to je v

60,78 % primerov, vendar je nadaljnja analiza s preizkušanjem dvojic pokazala, da delež neto vplačil prenosnih skladov v povprečju ni nižji od deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini, pri čemer je kontrolna skupina sestavljena iz istovrstnih skladov, in sicer vseh investicijskih skladov, ki sodijo v isto osnovno kategorijo investicijskih skladov iz poglavja 1.2 tega magistrskega dela v povezavi z drugo alinejo drugega odstavka poglavja 3.3.2, kar pomeni, da kot pravilne ne moremo sprejeti alternativne hipoteze, da združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prenosnega vzajemnega sklada.

Od 36 prevzemnih skladov, vključenih v proces združevanja skladov, ima v 24 primerih prevzemni sklad nižji delež neto vplačil od deleža neto vplačil kontrolne skupine, to je v 66,66 % primerov, vendar je nadaljnja analiza s preizkušanjem dvojic pokazala, da delež neto vplačil prevzemnih skladov v povprečju ni nižji od deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini, pri čemer je kontrolna skupina sestavljena iz istovrstnih skladov, in sicer vseh investicijskih skladov, ki sodijo v isto osnovno kategorijo investicijskih skladov iz poglavja 1.2 tega magistrskega dela v povezavi z drugo alinejo drugega odstavka poglavja 3.3.2, kar pomeni, da tudi alternativne hipoteze, da združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prevzemnega vzajemnega sklada, ne moremo sprejeti kot pravilne.

Testirali smo tudi, ali imajo prevzemni skladi višji delež neto vplačil kot prenosni skladi. Ugotovimo, da ima od 51 prenosnih vzajemnih skladov 27 prenosnih vzajemnih skladov nižji delež neto vplačil kot prevzemni skladi, to je 52,94 % prenosnih skladov, vendar razlika ni statistično značilna, kar pomeni, da prenosni skladi v povprečju nimajo nižjega deleža neto vplačil kot prevzemni skladi.

Rezultati regijske analize so pokazali, da je konstanta v vseh modelih pri prenosnih in prevzemnih skladih negativna, kar pomeni, da je povprečje deleža neto vplačil ob kontroli vseh neodvisnih spremenljivk (vrednost neodvisnih spremenljivk je nič) negativno, torej je iz skladov, vključenih v združevanje, več izplačil kot vplačil, pri čemer je povprečje pri prenosnih skladih bistveno nižje kot pri prevzemnih skladih. Pri prenosnih skladih lahko govorimo o negativnem vplivu parcialnih regresijskih koeficientov iz vseh štirih časovnih obdobj na odvisno spremenljivko, kar pomeni, da visoka donosnost v preteklem obdobju znižuje delež neto vplačil, nizka donosnost pa delež neto vplačil zvišuje, kar dokazuje, da pri prenosnih skladih ugotovitve, predstavljene v podpoglavju 4.2 (Barber, Odean & Zheng, 2000; Sirri & Tufano, 1998), da na neto vplačila pozitivno vpliva pretekla donosnost sklada, ne držijo. Rezultati multiple regresije kažejo, da tudi delež neto vplačil v sklade, vključene v združevanje, ni pod močnim vplivom deleža neto vplačil skladov v kontrolni skupini, to je delež neto vplačil v istovrstne sklade, niti povezava ni statistično značilna.

Rezultati analize so nas glede pregleda tuje empirične literature precej presenetili. Na rezultate analize zagotovo vplivajo razlogi za združevanje. Med tem, ko je v ZDA aktivnost družb za upravljanje glede števila novoustanovljenih, likvidiranih in združenih skladov po podatkih globalnega združenja reguliranih skladov Investment Company

Institut odraz ponudbe in povpraševanja, je v Evropi po navedbah informacijskega sistema Thomson Reuters Lipper kot glavni razlog za združevanje in likvidacijo skladov pri združevanju družb za upravljanje in posledično prilagajanje produktne palete z združevanjem skladov s podobno naložbeno politiko. Razlog pa pripisujejo nižji pretekli donosnosti sklada, premajhnemu obsegu čiste vrednosti sredstev in neaktualnosti s trenutnimi trendi.

V Sloveniji so se združitve vzajemnih skladov zgodile predvsem kot posledica konsolidacije panoge, to je združevanje in prevzemanje družb za upravljanje. Po prenosu investicijskih skladov na prevzemno družbo za upravljanje je sledila še prilagoditev naložbene palete skladov, pri čemer so se vzajemni skladi, ki so bili preneseni na prevzemno družbo za upravljanje, pripojili prvotnim vzajemnim skladom v upravljanju te prevzemne družbe za upravljanje. V naši analizi je zagotovo 29 takih primerov, to je 56,86 % vseh izvedenih pripojitev. Na ta način so družbe za upravljanje najbolj racionalno prišle do zelene palete vzajemnih skladov pod okriljem enega krvnega sklada, pri čemer se naložbene politike posameznih podskladov niso podvajale, imetniki pa so bili deležni vseh prednosti enega krovnega sklada, na primer prehodi med skladi kot davčni nevtralni dogodek. Prav tako so se ohranila obstoječa imena, blagovna znamka, vzajemnih skladov, ki jih je prevzemna družba upravljala že do prenosa upravljanja vzajemnih skladov druge družbe za upravljanje in pripojite le-teh. Na delež neto vplačil vpliva tudi odločitev družbe za upravljanje, da v svoja priporočila za nakup skladov, ki bodo pripojeni, ne vključuje v prodajna priporočila, ter tudi izplačila imetnikov investicijskih kuponov, ki so na kakršen koli način povezani z družbo za upravljanje, ki je prenosne sklade upravljala pred izvedenim prenosom iz prenosne na prevzemano družbo za upravljanje.

Predpostavljamo, da je na izid analize vplivala tudi lastniška struktura imetnikov investicijskih kuponov. Samo 58 % enot investicijskih skladov pripada gospodinjstvom, kar 42 % enot investicijskih skladov pa imajo v lasti institucionalni vlagatelji, ki s svojimi izplačili in vplačili relativno velikih zneskov močno vplivajo na delež neto prilivov v določenem obdobju. Da proces združevanja skladov in konsolidacije trga vzajemnih skladov še ni zaključen, dokazuje tudi dejstvo, da sta se v zadnjem času zgodili še dve združitvi skladov, in sicer sta svoje vzajemne sklade novembra združili družba Alta Skladi, d.d., (Alta Skladi d.d., 2017) in družba Infond, d.o.o., (KBM-Infond, 2017), prav tako pa je po navedbah časnika Finance (Sovdat, 2017) v igri prodaja skupine Alta.

LITERATURA IN VIRI

1. Abanka Skladi. (brez datuma). *Informacija o prenosu upravljanja krovnega sklada Abanka Skladi*. Pridobljeno 17. julija 2017 iz http://www.triglavskladi.si/sites/www.triglavskladinew.si/files/upload/files/documents/informacija_o_prenosu_-_abanka_skladi.pdf
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2012). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2011*. Pridobljeno iz https://www.a-tvp.si/Documents/ATVP_Porocilo_o_stanju_2011.pdf
3. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2015). e-ZISDU-3. Najdeno 3. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=380>
4. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2017). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2016*. Pridobljeno iz https://www.a-tvp.si/Documents/PodatkovnoOgledalo/Porocilo_o_stanju_2016.pdf
5. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (brez datuma a). *Sestava premoženja delniških vzajemnih skladov*. Pridobljeno 21. aprila 2017 iz <https://www.a-tvp.si/Documents/PodatkovnoOgledalo/DelniškiVS.pdf>
6. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (brez datuma b). *Sestava premoženja mešanih vzajemnih skladov*. Pridobljeno 21. aprila 2017 iz <https://www.a-tvp.si/Documents/PodatkovnoOgledalo/MešaniVS.pdf>
7. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (brez datuma c). *Sestava premoženja obvezniških vzajemnih skladov*. Pridobljeno 21. aprila 2017 iz <https://www.a-tvp.si/Documents/PodatkovnoOgledalo/ObvezniškiVS.pdf>
8. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (brez datuma č). *Sestava premoženja vzajemnih skladov denarnega trga*. Pridobljeno 21. aprila 2017 iz <https://www.a-tvp.si/Documents/PodatkovnoOgledalo/DenarniVS.pdf>
9. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (brez datuma d). *Sestava premoženja vzajemnih skladov*. Pridobljeno 21. aprila 2017 iz <https://www.a-tvp.si/Documents/PodatkovnoOgledalo/SkupajVS.pdf>
10. Ajpes. (brez datuma). *Krovni sklad Abanka Skladi: Letno poročilo 2012*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz <https://www.ajpes.si/jolp/podjetje.asp?maticna=5865727013>
11. Allen, D. E. & Parwada, J. (2001). Mutual fund company mergers and their impact on investment flows. V *International congress on modelling and simulation* (str. 1537–1542). Canberra: Modelling and simulation society of Australia and New Zealand.
12. Alta Skladi d.d. (2016). */DZU/ Informacija o začetku likvidacije podsklada Alpen.CASH, podsklad denarnega trga – EUR*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz <https://www.alta.si/sl-si/novice/aktualne-objave/12205/-dzu-informacija-o-zacetku-likvidacije-podsklada-alpen-cash-podsklad-denarnega-trga-eur>
13. Alta Skladi d.d. (2017). *Obvestilo o izvedbi pripojitev*. Pridobljeno 4. aprila 2017 iz <https://www.alta.si/sl-si/novice/aktualne-objave/12329/obvestilo-o-izvedbi-pripojitev>

14. Alta Skupina. (2009). *Uspešno nadaljevanje postopka združevanja*. Pridobljeno 17. julija 2017 iz <https://www.alta.si/sl-si/novice/aktualne-objave/533/uspesno-nadaljevanje-postopka-zdruzevanja>
15. Alta Skupina. (2011a). */DZU/ Obvestilo o opravljenem preoblikovanju*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz <https://www.alta.si/sl-si/novice/aktualne-objave/978/-dzu-obvestilo-o-opravljenem-preoblikovanju>
16. Alta Skupina. (2011b). *Obvestilo o vpisu pripojitve družbe DUS KRONA d.o.o., Ljubljana k družbi ALTA Skladi d.d.* Pridobljeno 17. julija 2017 iz <https://www.alta.si/sl-si/novice/aktualne-objave/1086/obvestilo-o-vpisu-pripojitve-druzbe-dus-krona-d-o-o-ljubljana-k-druzbi-alta-skladi-d-d->
17. Alta Skupina. (2016). */DZU /Informacija o prenosu upravljanja Krovnega sklada ALPEN*. Pridobljeno 17. julija 2017 iz <https://www.alta.si/sl-si/novice/aktualne-objave/12155/-dzu-informacija-o-prenosu-upravljanja-krovnega-sklada-alpen>
18. Andreu, L. & Sarto, J. L. (2013). Financial consequences of mutual fund mergers. *The European journal of finance*, 22(7), 529–550.
19. Banka Slovenije. (2016). *Poročilo o finančni stabilnosti, december 2016*. Pridobljeno 16. septembra 2017 iz http://www.bsi.si/publikacije/Porocilo_o_financni_stabilnosti/PFS_jan17/mobile/index.html
20. Banka Slovenije. (2017a). *Bilten, junij 2017*. Pridobljeno 8. julija 2017 iz http://www.bsi.si/publikacije/Bilten_BS/2017_06/mobile/index.html
21. Banka Slovenije. (2017b). *Poročilo o finančni stabilnosti, junij 2017*. Pridobljeno 16. septembra 2017 iz http://www.bsi.si/publikacije/Porocilo_o_financni_stabilnosti/PFS_jun17/mobile/index.html
22. Barber, B. M., Huang, X. & Odean, T. (2016). *Which factors matter to investors? evidence from mutual fund flows*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2408231&rec=1&srcabs=2038108&alg=1&pos=9
23. Barber, B. M., Odean, T. & in Zheng, L. (2000). *The behavior of mutual fund investors*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz <https://pdfs.semanticscholar.org/43a2/90e503139556f96d01595e680dabc48f562b.pdf>
24. Barber, M. B., Odean, T. & Zheng, L. (2005). Out of sight, out of mind: the effects of expenses on mutual fund flows. *The journal of business*, 78(6), 2095–2120.
25. Bloomberg, informacijski sistem. (2017).
26. Comimittee of European Securities Regulators. (2010). *CESRs guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the key investor information document*. Pariz: Comimittee of European Securities Regulators.
27. Cooper, M. J., Gulen, H. & Rau, P. R. (2003). Changing names with style: mutual fund name changes and their effects on fund flows. *The journal of finance*, 60(6), 2825–2858.
28. Ding, B. (2006, 10. junij). *Mutual fund mergers: a long-term analysis*. Pridobljeno 21. aprila 2017 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=912927

29. Družba za upravljanje Abanka skladi. (2013–2015). *Mesečno poročilo investicijskih skladov v obdobju od aprila 2013 do junija 2015*. Ljubljana: Družba za upravljanje Abanka skladi.
30. Družba za upravljanje Alta skladi. (2010–2012). *Mesečno poročilo investicijskih skladov v obdobju od julija 2010 do avgusta 2012*. Ljubljana: Družba za upravljanje Alta skladi.
31. Družba za upravljanje Ilirika DZU. (2012–2016). *Mesečno poročilo investicijskih skladov v obdobju od aprila 2012 septembra 2016*. Ljubljana: Družba za upravljanje Ilirika DZU.
32. Družba za upravljanje Infond. (2009–2013). *Mesečno poročilo investicijskih skladov v obdobju od septembra 2009 do decembra 2013*. Maribor: Družba za upravljanje Infond.
33. Družba za upravljanje KD skladi. (2011–2016). *Mesečno poročilo investicijskih skladov v obdobju od decembra 2011 do januarja 2014 ter od septembra 2015 do julija 2016*. Ljubljana: Družba za upravljanje KD skladi.
34. Družba za upravljanje Krekova DZU. (2011–2012). *Mesečno poročilo investicijskih skladov v obdobju od novembra 2011 do novembra 2012*. Maribor: Družba za upravljanje Krekova DZU.
35. Družba za upravljanje NFD. (2013–2015). *Mesečno poročilo investicijskih skladov v obdobju od novembra 2013 do novembra 2015*. Ljubljana: Družba za upravljanje NFD.
36. Družba za upravljanje Probanka DZU. (2011–2012). *Mesečno poročilo investicijskih skladov v obdobju od novembra 2011 do novembra 2012*. Maribor: Družba za upravljanje Probanka DZU.
37. Družba za upravljanje Triglav skladi. (2012–2014). *Mesečno poročilo investicijskih skladov v obdobju od novembra 2012 do december 2014*. Ljubljana: Družba za upravljanje Triglav skladi.
38. European Fund and Asset Management Association. (2012). *The European fund classification: EFC categories*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz https://www.efama.org/Publications/Public/European_Fund_Classification/EFC%20Categories%20Report.pdf
39. European Fund and Asset Management Association. (2016a). *Fact book, trends in European investment funds* (14th ed.). Brussels: The European Fund and Asset Management Association.
40. European Fund and Asset Management Association. (2016b). *Trends in the European Investment Fund Industry in the fourth quarter of 2016 & results for the full year of 2016*. Pridobljeno iz http://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/170313_Quarterly%20Statistical%20Release%20Q4%202016.pdf
41. European Fund and Asset Management Association. (2017). *Asset management in Europe*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz <http://www.efama.org/publications/statistics/asset%20management%20report/efama%20asset%20management%20report%202017.pdf>

42. Glow, D. (2015, 2. marec). *Monday morning memo: fund launches, closures, and mergers for 2014*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz <http://lipperalpha.financial.thomsonreuters.com/2015/03/monday-morning-memo-fund-launches-closures-mergers-2014/>
43. Glow, D. (2017, 6. februar). *Monday morning memo: 2016 – a year of changing market dynamics?* Pridobljeno 20. julija 2017 iz <http://lipperalpha.financial.thomsonreuters.com/reports/2017/02/monday-morning-memo-2016-a-year-of-changing-market-dynamics/>
44. Ilirika DZU. (2015). *Objava informacije o začetku likvidacije podsklada ilirika denarni evro*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz http://www.ilirika.si/Content/Doc/DZU/Objave/2015-02-18_Objava%20informacije%20o%20začetku%20likvidacije%20podsklada%20ILIRIKA%20Denarni%20evro.pdf
45. Ilirika DZU. (2016). *Obvestilo o pričetku likvidacijskega postopka vzajemnega sklada Ilirika Modra zvezda, mešani fleksibilni globalni sklad*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz http://www.ilirika.si/Content/Doc/DZU/Objave/2016-12-01_OBVESTILO%20O%20PRI%20C4%20CETKU%20LIKVIDACIJSKEGA%20POSTOPKA%20VZAJEMNEGA%20SKLADA%20ILIRIKA%20MODRA%20ZVEZDA%20ME%20C5%A0ANI%20FLEKSIBILNI%20GLOBALNI%20SKLAD.pdf
46. Ilirika Krovni sklad. (2013). *Letno poročilo 2012*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz <https://www.ajpes.si/jolp/podjetje.asp?maticna=5319200013>
47. Ilirika Krovni sklad. (2016). *Letno poročilo 2015*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz <https://www.ajpes.si/jolp/podjetje.asp?maticna=5319200013>
48. Individa & Partnerji. (brez datuma). *Likvidacija podsklada Perspektiva: Balkan Flexible*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz <http://www.skladi.com/splosno/3368-likvidacija-podsklada-perspektiva-balkan-flexible>
49. Infond. (2012). *Obvestilo o izvedenih pripojitvah*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz <https://www.infond.si/prenos-datoteke/3076/obvestilo-o-izvedenih-pripojitvah?inline=true>
50. Investment company institute. (2017). *Investment company fact book: a review of trends and activities in the investment company industry* (57th ed.). Pridobljeno iz https://www.ici.org/pdf/2017_factbook.pdf
51. Jayaraman, N., Khorana, A. & Nelling, E. (2002). An analysis of the determinants and shareholder wealth effect of mutual fund mergers. *The journal of finance*, 57(3), 1521–1551.
52. KBM-Infond. (2017). *Obvestilo o izvedbi pripojitev*. Pridobljeno 4. aprila 2017 iz <https://www.infond.si/prenos-datoteke/8615/obvestilo-o-izvedbi-pripojitev?inline=true>
53. KD Krovni sklad. (2013). *Letno poročilo za leto 2012*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz https://www.kd-skladi.si/ow_document_reader.php?documentID=2413&filename=KD+Krovni+sklad_LP+2012_+26-2-2013+ZA+OBJAVO.pdf&fundCode=SA
54. KD Krovni sklad. (2017). *Letno poročilo za leto 2016*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz <https://www.kd->

- skladi.si/ow_document_reader.php?documentID=3306&filename=Letno_poro%C4%8Dilo_2016.pdf&fundCode=GALILEO
55. KD Skladi. (2013). *Obvestilo o izvedbi pripojitev*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz <http://www.kd-skladi.si/aktualno/javne-objave/obvestilo-o-izvedbi-pripojitev/>
 56. KD Skladi. (2016a). *Obvestilo o izvedbi pripojitev*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz <http://www.kd-skladi.si/aktualno/javne-objave/obvestilo-o-izvedbi-pripojitev-3336/>
 57. KD Skladi. (2016b). *Obvestilo o prenosu upravljanja Ilirika Krovnega sklada*. Pridobljeno 17. julija 2017 iz <http://www.kd-skladi.si/aktualno/javne-objave/obvestilo-o-prenosu-upravljanja-ilirika-krovnega-sklada/>
 58. Krovni sklad Alpen. (2015). *Letno poročilo 2014*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz https://www.alta.si/Data/Doc/ALTA_SKLADI_ARHIV/ALPEN/KS-ALPEN_letno-porocilo-2014.pdf
 59. Krovni sklad Alpen. (2016). *Letno poročilo 2015*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz https://www.alta.si/Data/Doc/ALTA_SKLADI_ARHIV/ALPEN/KS-ALPEN_letno-porocilo-2015.pdf
 60. Krovni sklad Infond. (2011). *Letno poročilo 2010*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz <https://www.infond.si/prenos-datoteke/2012/letno-porocilo-2010?inline=true>
 61. Krovni sklad Infond. (2013). *Letno poročilo 2012*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz <https://www.infond.si/prenos-datoteke/3116/letno-porocilo-2011?inline=true>
 62. Krovni sklad Nacionalna finančna družba. (2014). *Letno poročilo 2013*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz https://www.alta.si/Data/Doc/ALTA_SKLADI_ARHIV/ALPEN/KS-NFD-letno-porocilo-2013.pdf
 63. Krovni sklad Triglav vzajemni skladi. (2014). *Letno poročilo 2013*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz http://www.triglavskladi.si/sites/www.triglavskladi-new.si/files/upload/files/documents/revidirano_letno_porocilo_ks_triglav_vzajemni_skladi_2013.pdf
 64. Lubej, S. (2015). *Vzajemni skladi za vsakogar*. Maribor: Finančni center.
 65. Luo, J. & Qiao, Z. (2012). *Understanding mutual fund families' acquisitions of fund sponsorships*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz <http://sfm.finance.nsysu.edu.tw/20thSFM/pdf/CompletePaper/056-12815771.pdf>
 66. Luo, M., Manconi, A. & Schumacher, D. (2015, 2. avgust). *The Value of Human Capital Synergies in M&A: Evidence from Global Asset Management*. Pridobljeno 4. aprila 2017 iz <https://ssrn.com/abstract=2638658>
 67. Madura, J. (2014). *Financial markets and institutions* (11. izd.). Stamford: Nelson education.
 68. Rakowski, D. & Wang, X. (2009). The dynamics of short-term mutual fund flows and returns: A time-series and cross-sectional investigation. *Journal of banking and finance*, 33(11), 2102–2109.
 69. Shu, P.-G., Yeh, Y.-H. & Yamada, T. (2002). The behavior of Taiwan mutual fund investors—performance and fund flows. *Pacific-basin finance journal*, 10(5), 583–600.
 70. Sirri, E. R. & Tufano, P. (1998). Costly search and mutual fund flows. *The journal of finance*, 53(5), 1589–1622.

71. Skupina Nove KBM. (2010). *Obvestilo o opravljenem preoblikovanju*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz <https://www.infond.si/prenos-datoteke/1759/obvestilo-o-opravljenjem-preoblikovanju-prenos-premozenja-in-obveznosti-infond-uravnotezeni-v-infond-hrast?inline=true>
72. Skupina Nove KBM. (2011). *Obvestilo o prenosu upravljanja podskladov Krekovega krovnege sklada in spremembi pravil upravljanja Krekovega krovnege sklada*. Pridobljeno 17. julija 2017 iz <https://www.infond.si/prenos-datoteke/2065/obvestilo-o-prenosu-upravljanja-podskladov-kekovega-krovnege-sklada-in-spremembi-pravil?inline=true>
73. Skupina Nove KBM. (2012). *Obvestilo o prenosu upravljanja in spremembi pravil upravljanja krovnege sklada Probanka in vzajemnega sklada Probanka globalni naložbeni sklad*. Pridobljeno 17. julija 2017 iz <https://www.infond.si/prenos-datoteke/2651/obvestilo-o-prenosu-upravljanja-in-spremembi-pravil-upravljanja-krovnege-sklada-probanka-in-vzajemnega-sklada-probanka-globalni-nalozbeni-sklad?inline=true>
74. Sovdat, P. (2017, 6. december). *Bo Alta kmalu dobila novega lastnika? Ogleduje si jo sedem zainteresiranih*. Pridobljeno 4. aprila 2017 iz <https://www.finance.si/8862882/Bo-Alta-kmalu-dobila-novega-lastnika-Ogleduje-si-jo-sedem-zainteresiranih>
75. Statistični urad Republike Slovenije. (brez datuma). *Bruto domači proizvod po: meritve, leto*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz http://pxweb.stat.si/pxweb/Dialog/viewplus.asp?ma=H236S&ti=&path=./Database/Hitre_Repozitorij/&lang=2
76. Tarifa o taksah in nadomestilih. *Uradni list RS* št. 54/2008, 86/2009, 59/2010, 10/2011, 80/2012, 102/2012, 78/2013, 80/2014, 59/2015 in 30/2017.
77. Trading economics. (brez datuma). *United States GDP*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz <https://tradingeconomics.com/united-states/gdp>
78. Triglav Skladi. (2013). *Informacija o izvedbi pripojitev*. Pridobljeno 20. julija 2017 iz http://www.triglavskladi.si/sites/www.triglavskladi-new.si/files/upload/files/documents/jo_o_izvedbi_pripojitev.pdf
79. Vzajemci Skupina d.o.o. (brez datuma a). *Novosti na trgu*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz http://vzajemci.com/novosti_na_trgu/60
80. Vzajemci Skupina, d.o.o. (brez datuma b). *Obvestilo o izvedbi pripojitev*. Pridobljeno 4. aprila 2017 iz http://vzajemci.com/slike/Obv_izvedba_pripojitve.pdf
81. Združenje bank Slovenije. (brez datuma). *Bilančna vsota glede na BDP, posojila in obveznosti bank*. Pridobljeno 25. julija 2017 iz <http://www.zbs-giz.si/zdruzenje-bank.asp?StructureId=479>
82. Zhao, X. (2005). Exit decisions in the US mutual fund industry. *The journal of business*, 78(4), 1365–1402.

PRILOGE

Priloga 1: Slovar tujih izrazov

Committee of European Securities Regulators – Komite za evropsko regulacijo vrednostnih papirjev

Compound annual growth rate – CAGR – konstantna/sestavljena letna stopnja rasti

Exchange Traded Funds – ETF – indeksni investicijski skladi, ki so uvrščeni na borzo

Synthetic Risk and Reward Indicator – SRRI – sintetični kazalnik tveganja in donosa

Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities – UCITS – Kolektivni naložbeni podjem vrednostnih papirjev – KNPVP

Priloga 2: Podatki zbrani in izračunani za empirično testiranje

Raziskovalno vprašanje 1: Ali je prevzemni sklad glede na višino čiste vrednosti sredstev večji od prenosnega sklada?

Tabela 1: Podatki za raziskovalno vprašanje 1

Ime sklada	ČVS prenosni ¹	ČVS prevzemni ²
Infond Uravnoreženi, uravnorežene podsklad (prevzemni Infond Hrast)	7.203.898,00	13.333.488,24
Delniški podsklad Alta Energy+ (prevzemni Alta Energy)	298.177,30	4.481.877,79
Delniški podsklad Alta Balkan Select (prevzemni Alta Balkan)	5.388.664,11	14.817.337,54
Delniški podsklad Alta Plus (prevzemni Alta Global)	2.059.830,79	29.079.733,55
Delniški podsklad Alta International (prevzemni Alta Global)	2.865.661,62	29.079.733,55
Delniški podsklad Alta Tech (prevzemni Alta Pharma-Tech)	1.626.193,79	341.155,39
Delniški podsklad Alta Healthcare (prevzemni Alta Pharma-Tech)	508.512,61	341.155,39
KD Severna Amerika, delniški (prevzemni KD Galileo)	1.259.882,00	99.110.000,00
KD Finance, delniški (prevzemni KD Galileo)	1.248.103,00	99.110.000,00
KD Nova energija, delniški (prevzemni KD Surovine in energija)	9.844.306,00	7.510.000,00
KD EM Infrastruktura in gradbeništvo, delniški (prevzemni KD Novi trgi)	640.559,00	31.040.000,00
NFD Azija (prevzemni NFD Novi trgi)	181.731,00	1.181.671,46
NFD Energija (prevzemni NFD Novi trgi)	290.506,00	1.181.671,46
NFD Finance (prevzemni NFD Novi trgi)	246.679,00	1.181.671,46
NFD IT (prevzemni NFD Razviti trgi)	511.741,00	3.475.832,98
NFD Zdravstvo (prevzemni NFD Razviti trgi)	426.900,00	3.475.832,98
NFD Obvezniški (prevzemni NFD Razviti trgi)	150.941,00	3.475.832,98
Abanka Skladi Denarni EURO (prevzemni Triglav Money Market EUR)	3.318.859,00	3.318.859,00
Abanka Skladi Obvezniški (prevzemni Triglav Obvezniški)	3.042.225,00	3.888.261,00
Abanka Skladi Baltinord (prevzemni Triglav Rastoči trgi)	1.828.516,00	23.268.404,00
Abanka Skladi Afrika in Srednji vzhod (prevzemni Triglav Rastoči trgi)	154.955,00	23.268.404,00
Abanka Skladi Aktivni (prevzemni Triglav Top Brands)	12.598.906,00	7.531.507,00
Abanka Skladi Svetovni (prevzemni Triglav Svetovni razviti trgi)	1.275.270,00	20.865.546,00
Abanka Skladi Azija (prevzemni Triglav Azija)	1.203.767,00	9.338.875,00
Abanka Skladi ZDA (prevzemni Triglav Severna Amerika)	551.649,00	9.771.809,00
Abanka Skladi Evropski trgi v razvoju (prevzemni Triglav Balkan)	225.333,00	14.721.855,00
Abanka Skladi Uravnoreženi razviti trgi (prevzemni Triglav Renta)	9.233.438,00	27.876.522,00
Abanka Skladi Fleksibilni (prevzemni Triglav Renta)	4.552.642,00	27.876.522,00

se nadaljuje

Tabela 1: Podatki za raziskovalno vprašanje 1 (nad.)

Ime sklada	ČVS prenosni ¹	ČVS prevzemni ²
Triglav Evropa (prevzemni Triglav Renta)	35.583.543,00	27.876.522,00
ILIRIKA Modra kombinacija fleksibilni (prevzemni KD Galileo)	16.092.017,00	109.780.000,00
ILIRIKA Farmacija in tehnologija delniški (prevzemni KD Vitalnost)	2.967.768,00	28.550.000,00
ILIRIKA Gazela dinamični (prevzemni KD Amerika)	2.046.873,00	5.159.784,00
ILIRIKA Globalni sklad skladov dinamični (prevzemni KD Prvi izbor)	4.057.800,00	55.480.000,00
ILIRIKA Azija dinamični (prevzemni KD Indija – Kitajska)	2.790.702,00	18.366.239,00
ILIRIKA Razvijajoči trgi dinamični (prevzemni KD Novi trgi)	2.799.245,00	28.250.000,00
ILIRIKA Vzhodna Evropa dinamični (prevzemni KD Vzhodna Evropa)	1.496.902,00	5.330.000,00
ILIRIKA Energija delniški (prevzemni KD Surovine in energija)	144.105,00	7.660.000,00
ILIRIKA Obvezniški fleksibilni (prevzemni KD Bond)	2.827.244,00	30.500.000,00
Probanka Gama - obvezniški	940.595,05	3.943.654,71
Probanka Sigma, sklad absolutnega donosa	105.970,28	3.943.654,71
Krekov Sidro Obvezniški, obvezniški podsklad	227.714,10	3.943.654,71
Krekov Most Novi trgi, delniški podsklad	2.787.589,88	1.587.035,60
Probanka Novi trgi - delniški	2.787.589,88	1.587.035,60
Probanka Uranium - delniški	162.107,38	6.288.854,76
Krekov Skala Uravnoreženi, mešani podsklad	9.452.388,09	16.446.698,58
Probanka Biotech - delniški	923.934,62	7.093.198,87
ILIRIKA Latina delniški (prevzemni ILIRIKA Razvijajoči trgi)	52.716,11	4.974.400,00
ILIRIKA Amerika delniški (prevzemni ILIRIKA Gazela)	130.737,02	4.909.500,00
ILIRIKA Finance delniški (prevzemni ILIRIKA Gazela)	45.686,85	4.909.500,00
ILIRIKA Prehrana delniški (prevzemni ILIRIKA Gazela)	137.438,76	4.909.500,00
ILIRIKA Gold delniški (prevzemni ILIRIKA Energija)	115.549,72	166.700,00

Legenda: ¹ ČVS prenosni – čista vrednost sredstev prenosnega sklada, ² ČVS prevzemni – čista vrednost sredstev prenosnega sklada.

Prerejeno po Ajpes (brez datuma), Ilirika Krovni sklad (2013), Ilirika Krovni sklad (2016), KD Krovni sklad (2013), KD Krovni sklad (2017), Krovni sklad Alpen (2015), Krovni sklad Alpen (2016), Krovni sklad Infond (2011), Krovni sklad Infond (2013), Krovni sklad Nacionalna finančna družba (2014), Krovni sklad Triglav vzajemni skladi (2014).

Raziskovalno vprašanje 2: Ali ima prevzemni sklad nižje celotne stroške poslovanja od prenosnega sklada?

Tabela 2: Podatki za raziskovalno vprašanje 2

Ime sklada	CSP prenosni¹	Sklad	CSP prevzemni²
Infond Uravnoreženi, uravnorežene podsklad (prevzemni Infond Hrast)	1,96	Prevzemni	1,96
Delniški podsklad Alta Energy+ (prevzemni Alta Energy)	4,17	Prevzemni	2,53
Delniški podsklad Alta Balkan Select (prevzemni Alta Balkan)	2,76	Prevzemni	2,98
Delniški podsklad Alta Plus (prevzemni Alta Global)	2,54	Prevzemni	2,52
Delniški podsklad Alta International (prevzemni Alta Global)	2,79	Prevzemni	2,52
Delniški podsklad Alta Tech (prevzemni Alta Pharma-Tech)	2,57	Prevzemni	3,24
Delniški podsklad Alta Healthcare (prevzemni Alta Pharma-Tech)	3,94	Prevzemni	3,24
KD Severna Amerika, delniški (prevzemni KD Galileo)	2,27	Prevzemni	2,23
KD Finance, delniški (prevzemni KD Galileo)	2,49	Prevzemni	2,23
KD Nova energija, delniški (prevzemni KD Surovine in energija)	2,07	Prevzemni	2,06
KD EM Infrastruktura in gradbeništvo, delniški (prevzemni KD Novi trgi)	2,58	Prevzemni	2,12
NFD Azija (prevzemni NFD Novi trgi)	3,66	Prevzemni	2,12
NFD Energija (prevzemni NFD Novi trgi)	3,61	Prevzemni	2,12
NFD Finance (prevzemni NFD Novi trgi)	3,62	Prevzemni	2,61
NFD IT (prevzemni NFD Razviti trgi)	2,83	Prevzemni	2,61
NFD Zdravstvo (prevzemni NFD Razviti trgi)	3,48	Prevzemni	2,51
NFD Obvezniški (prevzemni NFD Razviti trgi)	2,24	Prevzemni	2,51
Abanka Skladi Denarni EURO (prevzemni Triglav Money Market EUR)	0,7	Prevzemni	0,54
Abanka Skladi Obvezniški (prevzemni Triglav Obvezniški)	1,23	Prevzemni	1,34
Abanka Skladi Baltinord (prevzemni Triglav Rastoči trgi)	1,62	Prevzemni	2,65
Abanka Skladi Afrika in Srednji vzhod (prevzemni Triglav Rastoči trgi)	2,63	Prevzemni	2,65
Abanka Skladi Aktivni (prevzemni Triglav Top Brands)	2,23	Prevzemni	2,8
Abanka Skladi Svetovni (prevzemni Triglav Svetovni razviti trgi)	2,51	Prevzemni	2,61
Abanka Skladi Azija (prevzemni Triglav Azija)	2,57	Prevzemni	2,67
Abanka Skladi ZDA (prevzemni Triglav Severna Amerika)	2,72	Prevzemni	2,7
Abanka Skladi Evropski trgi v razvoju (prevzemni Triglav Balkan)	3,78	Prevzemni	2,74
Abanka Skladi Uravnoreženi razviti trgi (prevzemni Triglav Rent)	1,93	Prevzemni	2,1
Abanka Skladi Fleksibilni (prevzemni Triglav Rent)	2,09	Prevzemni	2,1
Triglav Evropa (prevzemni Triglav Rent)	2,25	Prevzemni	2,1
Ilirika Modra kombinacija fleksibilni (prevzemni KD Galileo)	2,27	Prevzemni	2,09

se nadaljuje

Tabela 2: Podatki za raziskovalno vprašanje 2 (nad.)

Ime sklada	CSP prenosni ¹	Sklad	CSP prevzemni ²
Iilirika Farmacija in tehnologija delniški (prevzemni KD Vitalnost)	2,61	Prevzemni	2,02
Iilirika Gazela dinamični (prevzemni KD Amerika)	2,73	Prevzemni	2,2
Iilirika Globalni sklad skladov dinamični (prevzemni KD Prvi izbor)	1,35	Prevzemni	0,94
Iilirika Azija dinamični (prevzemni KD Indija – Kitajska)	2,53	Prevzemni	2,11
Iilirika Razvijajoči trgi dinamični (prevzemni KD Novi trgi)	2,65	Prevzemni	2,06
Iilirika Vzhodna Evropa dinamični (prevzemni KD Vzhodna Evropa)	2,6	Prevzemni	2,35
Iilirika Energija delniški (prevzemni KD Surovine in energija)	5,23	Prevzemni	2,01
Iilirika Obvezniški fleksibilni (prevzemni KD Bond)	1,38	Prevzemni	0,95
Probanka Gama - obvezniški	N/A	Prevzemni	1,07
Probanka Sigma, sklad absolutnega donosa	N/A	Prevzemni	1,07
Krekov Sidro Obvezniški, obvezniški podsklad	N/A	Prevzemni	1,07
Krekov Most Novi trgi, delniški podsklad	N/A	Prevzemni	N/A
Probanka Novi trgi - delniški	N/A	Prevzemni	N/A
Probanka Uranium - delniški	N/A	Prevzemni	2,26
Krekov Skala Uravnoreženi, mešani podsklad	N/A	Prevzemni	2,03
Probanka Biotech - delniški	N/A	Prevzemni	2,23
Iilirika Latina delniški (prevzemni Iilirika Razvijajoči trgi)	4	Prevzemni	2,66
Iilirika Amerika delniški (prevzemni Iilirika Gazela)	3,86	Prevzemni	2,75
Iilirika Finance delniški (prevzemni Iilirika Gazela)	5,05	Prevzemni	2,75
Iilirika Prehrana delniški (prevzemni Iilirika Gazela)	4,46	Prevzemni	2,75
Iilirika Gold delniški (prevzemni Iilirika Energija)	2,84	Prevzemni	3,58

Legenda: ¹ CSP prenosni – celotni stroški poslovanja prenosnega sklada, ² CSP prevzemni – celotni stroški poslovanja prenosnega sklada.

Prirejeno po Ajpes (brez datuma), Iilirika Krovni sklad (2013), KD Krovni sklad (2017), Iilirika Krovni sklad (2016), KD Krovni sklad, (2013), Krovni sklad Alpen (2015), Krovni sklad Alpen (2016), Krovni sklad Infond (2011), Krovni sklad Infond (2013), Krovni sklad Nacionalna finančna družba (2014), Krovni sklad Triglav vzajemni skladi (2014).

Raziskovalno vprašanje 3: Ali ima prevzemni sklad v dveh letih po opravljenem postopku združitve nižje celotne stroške poslovanja kot v dveh letih pred združitvijo?

Tabela 3: Podatki za raziskovalno vprašanje 3

Sklad	Pred združevanjem¹	Po združevanjem²
Infond Hrast, uravnoteženi podsklad	1,99	2,00
Delniški podsklad Alta Energy	2,58	2,64
Delniški podsklad Alta Balkan	3,00	2,97
Delniški podsklad Alta Global	2,85	2,56
Delniški podsklad Alta Pharma-Tech	3,83	2,60
Infond Bond - Euro, obvezniški podsklad	1,07	1,22
Infond Frontier, delniški podsklad	N/A	2,64
Infond Energy, delniški	2,17	2,35
Infond Hrast, mešani podsklad	2,00	2,09
Infond Life, delniški podsklad	2,15	2,33
KD Galileo, mešani fleksibilni sklad	2,21	2,09
KD Surovine in energija, delniški	2,07	1,98
KD Novi trgi, delniški	2,12	2,08
Ilirika Razvijajoči trgi dinamični	2,65	2,70
Ilirika Gazela dinamični	2,80	2,75
Ilirika Energija delniški	3,55	4,92
NFD Novi trgi	2,61	2,64
NFD Razviti trgi	2,53	2,43
Triglav Money Market EUR	0,54	0,47
Triglav Obvezniški	1,34	1,34
Triglav Rastoči trgi	2,65	2,62
Triglav Top Brands	2,78	2,87
Triglav Svetovni razviti trgi	2,63	2,60
Triglav Azija	2,67	2,66
Triglav Severna Amerika	2,71	2,64
Triglav Balkan	2,77	2,78
Triglav Renta	2,10	2,08
KD Galileo, mešani fleksibilni sklad	2,09	N/A
KD Vitalnost, delniški	2,03	N/A

se nadaljuje

Tabela 3: Podatki za raziskovalno vprašanje 3 (nad.)

Sklad	Pred združevanjem ¹	Po združevanjem ²
KD Amerika, delniški	2,20	N/A
KD Prvi izbor, sklad delniških skladov	0,94	N/A
KD Indija – Kitajska, delniški	2,11	N/A
KD Novi trgi, delniški	2,09	N/A
KD Vzhodna Evropa, delniški	2,36	N/A
KD Surovine in energija, delniški	2,01	N/A
KD Bond, obvezniški - EUR	0,95	N/A

Legenda: ¹ Pred združevanjem – celotni stroški poslovanja prevzemnega sklada v dveh letih pred združevanjem, ² Po združevanju – celotni stroški poslovanja prevzemnega sklada v dveh letih po združevanju.

Prirejeno po Ajpes (brez datuma), Ilirika Krovni sklad (2013), Ilirika Krovni sklad (2016), KD Krovni sklad, (2013), Krovni sklad Alpen (2015), Krovni sklad Alpen (2016), Krovni sklad Infond (2011), Krovni sklad Infond (2013), Krovni sklad Nacionalna finančna družba (2014), Krovni sklad Triglav vzajemni skladi (2014).

Raziskovalno vprašanje 4: Ali ima prevzemni sklad nižji sintetični kazalnik tveganja in donosa od prenosnega sklada?

Tabela 4: Podatki za raziskovalno vprašanje 4

Ime sklada	SRRI prenosni ¹	SRRI prevzemni ²
Infond Uravnoteženi, uravnotežene podsklad (prevzemni Infond Hrast)	NI PODATKA	NI PODATKA
Delniški podsklad Alta Energy+ (prevzemni Alta Energy)	NI PODATKA	NI PODATKA
Delniški podsklad Alta Balkan Select (prevzemni Alta Balkan)	NI PODATKA	NI PODATKA
Delniški podsklad Alta Plus (prevzemni Alta Global)	NI PODATKA	NI PODATKA
Delniški podsklad Alta International (prevzemni Alta Global)	NI PODATKA	NI PODATKA
Delniški podsklad Alta Tech (prevzemni Alta Pharma-Tech)	NI PODATKA	NI PODATKA
Delniški podsklad Alta Healthcare (prevzemni Alta Pharma-Tech)	NI PODATKA	NI PODATKA
KD Severna Amerika, delniški (prevzemni KD Galileo)	6	6
KD Finance, delniški (prevzemni KD Galileo)	7	6
KD Nova energija, delniški (prevzemni KD Surovine in energija)	7	7

se nadaljuje

Tabela 4: Podatki za raziskovalno vprašanje 4 (nad.)

Ime sklada	SRRI Prenosni ¹	SRRI Prevezmeni ²
NFD Energija (prevzemni NFD Novi trgi)	6	6
KD EM Infrastruktura in gradbeništvo, delniški (prevzemni KD Novi trgi)	7	7
NFD Azija (prevzemni NFD Novi trgi)	6	6
NFD Finance (prevzemni NFD Novi trgi)	6	6
NFD IT (prevzemni NFD Razviti trgi)	6	6
NFD Zdravstvo (prevzemni NFD Razviti trgi)	5	6
NFD Obvezniški (prevzemni NFD Razviti trgi)	3	6
Abanka Skladi Denarni EURO (prevzemni Triglav Money Market EUR)	1	1
Abanka Skladi Obvezniški (prevzemni Triglav Obvezniški)	2	3
Abanka Skladi Baltinord (prevzemni Triglav Rastoči trgi)	7	6
Abanka Skladi Afrika in Srednji vzhod (prevzemni Triglav Rastoči trgi)	6	6
Abanka Skladi Aktivni (prevzemni Triglav Top Brands)	6	6
Abanka Skladi Svetovni (prevzemni Triglav Svetovni razviti trgi)	6	6
Abanka Skladi Azija (prevzemni Triglav Azija)	6	6
Abanka Skladi ZDA (prevzemni Triglav Severna Amerika)	6	6
Abanka Skladi Evropski trgi v razvoju (prevzemni Triglav Balkan)	5	6
Abanka Skladi Uravnoveženi razviti trgi (prevzemni Triglav Renta)	4	4
Abanka Skladi Fleksibilni (prevzemni Triglav Renta)	5	4
Triglav Evropa (prevzemni Triglav Renta)	6	4
Ilirika Modra kombinacija fleksibilni (prevzemni KD Galileo)	5	5
Probanka Uranium - delniški	7	7
Krekov Skala Uravnoveženi, mešani podsklad	5	5
Probanka Biotech - delniški	6	6
Ilirika Latina delniški (prevzemni Ilirika Razvijajoči trgi)	7	6
Ilirika Amerika delniški (prevzemni Ilirika Gazela)	6	6
Ilirika Finance delniški (prevzemni Ilirika Gazela)	6	6
Ilirika Prehrana delniški (prevzemni Ilirika Gazela)	5	6
Ilirika Gold delniški (prevzemni Ilirika Energija)	7	7

Legenda: ¹ SRRI prenosni – sintetični kazalnik tveganja in donosa prenosnega sklada, ² SRRI prevzemni – sintetični kazalnik tveganja in donosa prevzemnega sklada.

Prirejeno po Družba za upravljanje Abanka skladi (2013–2015), Družba za upravljanje Alta skladi (2010–2012), Družba za upravljanje Ilirika DZU (2012–2016), Družba za upravljanje Infond (2009–2013), Družba za upravljanje KD skladi (2011–2016), Družba za upravljanje Krekova DZU (2011–2012), Družba za upravljanje NFD (2013–2015), Družba za upravljanje Probanka DZU (2011–2012), Družba za upravljanje Triglav skladi (2012–2014).

Raziskovalno vprašanje 5: Ali ima prevzemni sklad višjo preteklo donosnost od prenosnega sklada?

Tabela 5: Podatki za raziskovalno vprašanje 5

Ime prenosnega sklada	12 m donosnost (v %)	Ime prevzemnega sklada	12 m donosnost (v %)
Infond Uravnoreženi, uravnorežene podsklad (prevzemni Infond Hrast)	3,31	Infond Hrast, uravnoreženi podsklad	3,11
Delniški podsklad Alta Energy+ (prevzemni Alta Energy)	1,94	Delniški podsklad Alta Energy	-0,88
Delniški podsklad Alta Balkan Select (prevzemni Alta Balkan)	-5,64	Delniški podsklad Alta Balkan	-17,45
Delniški podsklad Alta Plus (prevzemni Alta Global)	-6,77	Delniški podsklad Alta Global	-5,35
Delniški podsklad Alta International (prevzemni Alta Global)	-8,38	Delniški podsklad Alta Global	-5,35
Delniški podsklad Alta Tech (prevzemni Alta Pharma-Tech)	-9,22	Delniški podsklad Alta Pharma-Tech	-5,64
Delniški podsklad Alta Healthcare (prevzemni Alta Pharma-Tech)	0,73	Delniški podsklad Alta Pharma-Tech	-5,64
KD Severna Amerika, delniški (prevzemni KD Galileo)	4,34	KD Galileo, mešani fleksibilni sklad	12,23
KD Finance, delniški (prevzemni KD Galileo)	-8,36	KD Galileo, mešani fleksibilni sklad	12,23
KD Nova energija, delniški (prevzemni KD Surovine in energija)	6,06	KD Surovine in energija, delniški	4,58
KD EM Infrastruktura in gradbeništvo, delniški (prevzemni KD Novi trgi)	10,86	KD Novi trgi, delniški	19,49
NFD Azija (prevzemni NFD Novi trgi)	3,99	NFD Novi trgi	8,61
NFD Energija (prevzemni NFD Novi trgi)	10,51	NFD Novi trgi	8,61
NFD Finance (prevzemni NFD Novi trgi)	10,29	NFD Novi trgi	8,61
NFD IT (prevzemni NFD Razviti trgi)	10,03	NFD Razviti trgi	13,80
NFD Zdravstvo (prevzemni NFD Razviti trgi)	12,29	NFD Razviti trgi	13,80
NFD Obvezniški (prevzemni NFD Razviti trgi)	27,27	NFD Razviti trgi	13,80
Abanka Skladi Denarni EURO (prevzemni Triglav Money Market EUR)	-4,76	Triglav Money Market EUR	1,90
Abanka Skladi Obvezniški (prevzemni Triglav Obvezniški)	18,85	Triglav Obvezniški	2,33
Abanka Skladi Baltinord (prevzemni Triglav Rastoči trgi)	-1,79	Triglav Rastoči trgi	6,37
Abanka Skladi Afrika in Srednji vzhod (prevzemni Triglav Rastoči trgi)	9,34	Triglav Rastoči trgi	6,37
Abanka Skladi Aktivni (prevzemni Triglav Top Brands)	4,01	Triglav Top Brands	5,78
Abanka Skladi Svetovni (prevzemni Triglav Svetovni razviti trgi)	13,10	Triglav Svetovni razviti trgi	10,92
Abanka Skladi Azija (prevzemni Triglav Azija)	15,54	Triglav Azija	-0,54
Abanka Skladi ZDA (prevzemni Triglav Severna Amerika)	2,04	Triglav Severna Amerika	17,30
Abanka Skladi Evropski trgi v razvoju (prevzemni Triglav Balkan)	2,09	Triglav Balkan	-2,55
Abanka Skladi Uravnoreženi razviti trgi (prevzemni Triglav Rent)	2,33	Triglav Rent	6,44
Abanka Skladi Fleksibilni (prevzemni Triglav Rent)	-10,00	Triglav Rent	6,44
Triglav Evropa (prevzemni Triglav Rent)	-9,13	Triglav Rent	6,44

se nadaljuje

Tabela 5: Podatki za raziskovalno vprašanje 5 (nad.)

Ime prenosnega sklada	12 m donosnost (v %)	Ime prevzemnega sklada	12 m donosnost (v %)
Ilirika Modra kombinacija fleksibilni (prevzemni KD Galileo)	5,35	KD Galileo, mešani fleksibilni sklad	3,46
Ilirika Farmacija in tehnologija delniški (prevzemni KD Vitalnos)	9,38	KD Vitalnost, delniški	0,14
Ilirika Gazela dinamični (prevzemni KD Amerika)	15,43	KD Amerika, delniški	na
Ilirika Globalni sklad skladov dinamični (prevzemni KD Prvi izbor)	6,23	KD Prvi izbor, sklad delniških skladov	-2,13
Ilirika Azija dinamični (prevzemni KD Indija – Kitajska)	5,80	KD Indija – Kitajska, delniški	8,05
Ilirika Razvijajoči trgi dinamični (prevzemni KD Novi trgi)	2,10	KD Novi trgi, delniški	9,74
Ilirika Vzhodna Evropa dinamični (prevzemni KD Vzhodna Evropa)	5,69	KD Vzhodna Evropa, delniški	6,64
Ilirika Energija delniški (prevzemni KD Surovine in energija)	-0,82	KD Surovine in energija, delniški	1,61
Ilirika Obvezniški fleksibilni (prevzemni KD Bond)	0,35	KD Bond, obvezniški - EUR	1,76
Probanka Gama - obvezniški	3,44	Infond Bond - Euro, obvezniški podsklad	10,51
Probanka Sigma, sklad absolutnega donosa	4,63	Infond Bond - Euro, obvezniški podsklad	10,51
Krekov Sidro Obvezniški, obvezniški podsklad	2,68	Infond Bond - Euro, obvezniški podsklad	10,51
Krekov Most Novi trgi, delniški podsklad	10,49	Infond Frontier, delniški podsklad	10,67
Probanka Novi trgi - delniški	8,02	Infond Frontier, delniški podsklad	10,67
Probanka Uranium - delniški	4,57	Infond Energy, delniški	-0,12
Krekov Skala Uravnoteženi, mešani podsklad	-0,88	Infond Hrast, mešani podsklad	2,17
Probanka Biotech - delniški	0,00	Infond Life, delniški podsklad	21,10
Ilirika Latina delniški (prevzemni Ilirika Razvijajoči trgi)	3,15	Ilirika Razvijajoči trgi dinamični	3,15
Ilirika Amerika delniški (prevzemni Ilirika Gazela)	13,02	Ilirika Gazela dinamični	18,65
Ilirika Finance delniški (prevzemni Ilirika Gazela)	6,57	Ilirika Gazela dinamični	18,65
Ilirika Prehrana delniški (prevzemni Ilirika Gazela)	12,44	Ilirika Gazela dinamični	18,65
Ilirika Gold delniški (prevzemni Ilirika Energija)	-33,96	Ilirika Energija delniški	-3,61

Prerejeno po Družba za upravljanje Abanka skladi (2013–2015), Družba za upravljanje Alta skladi (2010–2012), Družba za upravljanje Ilirika DZU (2012–2016), Družba za upravljanje Infond (2009–2013), Družba za upravljanje KD skladi (2011–2016), Družba za upravljanje Krekova DZU (2011–2012), Družba za upravljanje NFD (2013–2015), Družba za upravljanje Probanka DZU (2011–2012), Družba za upravljanje Triglav skladi (2012–2014).

Raziskovalno vprašanje 6: Ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prenosnega vzajemnega sklada?

Tabela 6: Podatki za raziskovalno vprašanje 6

Ime	DNV sklada (v %) ¹	DNV k. skupina (v %) ²	r = 1 m (v %) ³	r = 3 m (v %) ⁴	r = 6 m (v %) ⁵	r = 12 m (v %) ⁶	ČVS ⁷	CSP (v %) ⁸
Infond Uravnoreženi, uravnorežene podsklad	-1,36	-0,70	0,50	0,50	-3,43	3,31	7.203.898,00	1,96
Delniški podsklad Alta Energy+	0,16	-0,34	-10,71	-13,56	-18,33	1,94	298.177,30	4,17
Delniški podsklad Alta Balkan Select	-1,19	-0,34	-8,44	-13,15	-10,60	-5,64	5.388.664,11	2,76
Delniški podsklad Alta Plus	-1,21	-0,34	-9,35	-12,69	-15,24	-6,77	2.059.830,79	2,54
Delniški podsklad Alta International	-2,09	-0,34	-8,78	-12,40	-14,61	-8,38	2.865.661,62	2,79
Delniški podsklad Alta Tech	1,20	-0,34	-9,53	-13,97	-21,67	-9,22	1.626.193,79	2,57
Delniški podsklad Alta Healthcare	34,96	-0,34	-10,65	-7,94	-2,12	0,73	508.512,61	3,94
Probanka Gama - obvezniški	-15,00	-1,22	0,82	1,28	0,36	4,34	940.595,05	NA
Probanka Sigma, sklad absolutnega donosa	0,05	-1,16	-0,49	-1,10	-1,81	-8,36	105.970,28	NA
Krekov Sidro Obvezniški, obvezniški podsklad	-18,92	-1,22	0,59	0,26	1,28	6,06	227.714,10	NA
Krekov Most Novi trgi, delniški podsklad	-4,22	-22,01	1,75	3,57	6,32	10,86	2.787.589,88	NA
Probanka Novi trgi - delniški	-1,67	-22,01	-0,50	1,47	1,47	3,99	4.005.567,89	NA
Probanka Uranium - delniški	-0,91	-22,01	-5,15	1,99	3,63	10,51	162.107,38	NA
Krekov Skala Uravnoreženi, mešani podsklad	-2,15	-1,16	1,84	5,70	7,53	10,29	9.452.388,09	NA
Probanka Biotech - delniški	9,79	-22,01	2,76	-0,87	7,34	-61,27	923.934,62	NA
KD Severna Amerika, delniški	-24,00	-1,39	0,77	0,51	4,24	12,29	1.256.788,00	2,27
KD Finance, delniški	0,00	-1,39	6,33	10,53	16,67	27,27	1.245.254,00	2,49
KD Nova energija, delniški	-3,00	-1,39	8,11	11,11	8,11	-4,76	9.835.780,00	2,07
KD EM Infrastruktura in gradbeništvo, delniški	-24,00	-1,39	5,84	7,41	7,41	18,85	637.519,00	2,58
NFD Azija	-0,80	0,14	4,96	4,52	-2,73	-1,79	181.731,00	3,66
NFD Energija	-0,32	0,14	3,20	9,70	6,84	9,34	290.506,00	3,61
NFD Finance	-1,49	0,14	2,52	3,02	2,05	4,01	246.679,00	3,62
NFD IT	-0,39	0,14	5,02	2,98	6,22	13,10	511.741,00	2,83
NFD Zdravstvo	-1,40	0,14	4,16	2,59	8,56	15,54	426.900,00	3,48
NFD Obvezniški	-4,35	3,41	1,37	2,47	3,78	2,04	150.941,00	2,24
Abanka Skladi Denarni Euro	-4,40	13,84	0,24	0,56	1,00	2,09	1.686.820,00	0,7
Abanka Skladi Obvezniški	0,07	-0,69	0,00	1,54	0,64	2,33	3.042.225,00	1,23
Abanka Skladi Baltinord	-1,51	10,86	-4,51	2,17	-8,44	-10,00	1.828.516,00	1,62
Abanka Skladi Afrika in Srednji vzhod	35,55	10,86	-6,42	2,74	-13,50	-9,13	154.955,00	2,63
Abanka Skladi Aktivni	-0,20	10,86	-1,14	2,56	1,88	5,35	12.598.906,00	2,23

se nadaljuje

Tabela 6: Podatki za raziskovalno vprašanje 6 (nad.)

Ime	DNV sklada (v %) ¹	DNV k. skupina (v %) ²	r = 1 m (v %) ³	r = 3 m (v %) ⁴	r = 6 m (v %) ⁵	r = 12 m (v %) ⁶	ČVS ⁷	CSP (v %) ⁸
Abanka Skladi Svetovni	-3,39	10,86	0,00	5,07	0,00	9,38	1.275.270,00	2,51
Abanka Skladi ZDA	0,80	10,86	1,36	5,06	2,47	15,43	551.649,00	2,72
Abanka Skladi Evropski trgi v razvoju	-6,36	10,86	0,25	4,69	-5,76	6,23	225.333,00	3,78
Abanka Skladi uravnoteženi razviti trgi	-1,01	10,86	-0,87	2,01	0,66	5,80	9.233.438,00	1,93
Abanka Skladi Fleksibilni	-0,29	10,86	-2,02	1,30	0,00	2,10	4.552.642,00	2,09
Triglav Evropa	0,31	10,86	-1,89	2,36	0,39	5,69	35.583.543,00	2,25
Abanka Skladi Azija	-0,51	10,86	-0,82	4,31	-6,44	-0,82	1.203.767,00	2,57
Ilirika Modra kombinacija fleksibilni	0,38	-0,67	-0,19	0,99	2,92	0,35	16.092.017,00	2,27
Ilirika Farmacija in tehnologija delniški	0,26	0,25	-0,46	3,44	7,25	3,44	2.967.768,00	2,61
Ilirika Gazela dinamični	0,28	-0,67	-0,33	4,63	9,16	4,63	2.046.873,00	2,73
Ilirika Globalni sklad skladov dinamični	0,00	-0,67	-0,78	2,68	5,61	2,68	4.057.800,00	1,35
Ilirika Azija dinamični	0,25	-0,67	2,21	10,49	15,37	10,49	2.790.702,00	2,53
Ilirika Razvijajoči trgi dinamični	0,25	-0,67	1,38	8,02	13,30	8,02	2.799.245,00	2,65
Ilirika Vzhodna Evropa dinamični	0,26	-0,67	1,83	4,57	3,76	4,57	1.496.902,00	2,6
Ilirika Energija delniški	0,60	0,25	0,90	-0,88	7,71	-0,88	144.105,00	5,23
Ilirika Obvezniški fleksibilni	0,11	0,25	0,00	0,00	0,52	0,00	2.827.244,00	1,38
Ilirika Latina delniški	-47,20	-0,53	-2,89	0,58	2,87	3,15	52.716,11	4
Ilirika Amerika delniški	-1,08	-0,53	-0,61	10,19	7,48	13,02	130.737,02	3,86
Ilirika Finance delniški	-55,88	-0,53	2,75	3,49	7,00	6,57	45.686,85	5,05
Ilirika Prehrana delniški	-7,70	-0,53	-1,53	4,63	9,51	12,44	137.438,76	4,46
Ilirika Gold delniški	22,01	-0,53	-20,71	-26,25	-41,25	-33,96	115.549,72	2,84

Legenda: ¹ DNV sklada – delež neto vplačil prenosnega sklada, ² DNV k. skupina – delež neto vplačil skladov v kontrolni skupini, ³ r = 1 m – pretekla 1-mesečna donosnost prenosnega sklada, ⁴ r = 3 m – pretekla trimesečna donosnost prenosnega sklada, ⁵ r = 6 m – pretekla 6-mesečna donosnost prenosnega sklada, ⁶ r = 12 m – pretekla 12-mesečna donosnost prenosnega sklada, ⁷ ČVS – čista vrednost sredstev prenosnega sklada, ⁸ CSP k. skupina – celotni stroški poslovanja prenosnega sklada.

Prirejeno po Agencija za trg vrednostnih papirjev, (brez datuma a), Agencija za trg vrednostnih papirjev (brez datuma b), Agencija za trg vrednostnih papirjev (brez datuma c), Agencija za trg vrednostnih papirjev, (brez datuma č), Ajpes (brez datuma), Bloomberg, informacijski sistem (2017), Družba za upravljanje Abanka skladi (2013–2015), Družba za upravljanje Alta skladi (2010–2012), Družba za upravljanje Ilirika DZU (2012–2016), Družba za upravljanje Infond (2009–2013), Družba za upravljanje KD skladi (2011–2016), Družba za upravljanje Krekova DZU (2011–2012), Družba za upravljanje NFD (2013–2015), Družba za upravljanje Probanka DZU (2011–2012), Ilirika Krovni sklad (2013), Ilirika Krovni sklad (2016), KD Krovni sklad (2013), KD Krovni sklad (2017), Krovni sklad Alpen (2016), Krovni sklad Infond (2011), Krovni sklad Infond (2013), Krovni sklad Nacionalna finančna družba (2014), Krovni sklad Triglav vzajemni skladi (2014).

Raziskovalno vprašanje 7: Ali združevanje skladov negativno vpliva na neto prilive prevzemnega vzajemnega sklada?

Tabela 7: Podatki za raziskovalno vprašanje 7

Ime	DNV sklada (v %) ¹	DNV k. skupina (v %) ²	r = 1 m (v %) ³	r = 3 m (v %) ⁴	r = 6 m (v %) ⁵	r = 12 m (v %) ⁶	ČVS ⁷	CSP (v %) ⁸
Infond Hrast, uravnoteženi podsklad	-0,67	-0,70	-0,24	-0,33	-4,18	3,11	13.333.488,24	1,96
Delniški podsklad Alta Energy	-1,54	-0,34	-11,01	-13,82	-17,66	-0,88	4.481.877,79	2,53
Delniški podsklad Alta Balkan	-0,28	-0,34	-14,32	-20,35	-25,98	-17,45	14.817.337,54	2,98
Delniški podsklad Alta Global	-1,04	-0,34	-8,99	-11,44	-12,90	-5,35	29.079.733,55	2,52
Delniški podsklad Alta Pharma-Tech	-1,73	-0,34	-8,47	-10,89	-18,38	-5,64	341.155,39	3,24
Infond Bond - Euro, obvezniški podsklad	-9,48	-1,22	1,53	1,99	3,63	10,51	3.943.654,71	1,07
Infond Frontier, delniški podsklad	-2,21	-22,01	0,34	1,78	4,31	10,67	1.587.035,60	\
Infond Energy, delniški	-0,81	-22,01	-2,58	-3,12	-13,33	-0,12	6.288.854,76	2,26
Infond Hrast, mešani podsklad	0,28	-1,16	0,47	1,00	3,93	2,17	16.446.698,58	2,03
Infond Life, delniški podsklad	4,42	-22,01	1,05	1,79	8,34	21,10	7.093.198,87	2,23
KD Galileo, mešani fleksibilni sklad	-1,00	-0,60	3,61	3,61	7,97	12,23	98.194.411,00	2,23
KD Surovine in energija, delniški	0,00	-1,39	2,71	-0,18	4,11	4,58	7.395.746,00	2,06
KD Novi trgi, delniški	1,00	-1,39	7,13	7,34	12,29	19,49	30.173.165,00	2,12
NFD Novi trgi	-0,99	0,14	5,47	10,27	4,56	8,61	1.181.671,46	2,61
NFD Razviti trgi	-0,19	0,14	4,08	5,92	8,42	13,80	3.475.832,98	2,51
Triglav Money Market EUR	-6,88	13,84	0,10	0,29	0,59	1,90	3.318.859,00	0,54
Triglav Obvezniški	-1,61	-0,69	0,39	1,58	0,39	2,33	3.888.261,00	1,34
Triglav Rastoči trgi	1,05	10,86	-4,72	2,24	-0,35	6,37	23.268.404,00	2,65
Triglav Top Brands	182,67	10,86	-0,84	3,82	0,47	5,78	7.531.507,00	2,8
Triglav Svetovni razviti trgi	-11,54	10,86	-0,89	4,20	1,13	10,92	20.865.546,00	2,61
Triglav Severna Amerika	-7,04	10,86	1,40	5,85	4,08	17,30	9.771.809,00	2,7
Triglav Balkan	1,28	10,86	-2,20	2,30	-8,87	-2,55	14.721.855,00	2,74
Triglav Renta	-0,30	10,86	0,26	3,16	1,24	6,44	27.876.522,00	2,1
Triglav Azija	6,06	10,86	-2,12	2,49	-4,64	-0,54	9.338.875,00	2,67
KD Galileo, mešani fleksibilni skla	0,32	-0,67	0,24	3,46	4,17	3,46	109.780.000,00	2,09
KD Vitalnost, delniški	-0,16	0,25	-0,83	0,14	5,85	0,14	28.550.000,00	2,02
KD Amerika, delniški	0,00	0,25	-0,94	1,94	NP	NP	5.159.784,00	2,2

se nadaljuje

Tabela 7: Podatki za raziskovalno vprašanje 2 (nad.)

Ime	DNV sklada (v %) ¹	DNV k. skupina (v %) ²	r = 1 m (v %) ³	r = 3 m (v %) ⁴	r = 6 m (v %) ⁵	r = 12 m (v %) ⁶	ČVS ⁷	CSP (v %) ⁸
Triglav Svetovni razviti trgi	-11,54	10,86	-0,89	4,20	1,13	10,92	20.865.546,00	2,61
Triglav Severna Amerika	-7,04	10,86	1,40	5,85	4,08	17,30	9.771.809,00	2,7
Triglav Balkan	1,28	10,86	-2,20	2,30	-8,87	-2,55	14.721.855,00	2,74
Triglav Renta	-0,30	10,86	0,26	3,16	1,24	6,44	27.876.522,00	2,1
Triglav Azija	6,06	10,86	-2,12	2,49	-4,64	-0,54	9.338.875,00	2,67
KD Galileo, mešani fleksibilni skla	0,32	-0,67	0,24	3,46	4,17	3,46	109.780.000,00	2,09
KD Vitalnost, delniški	-0,16	0,25	-0,83	0,14	5,85	0,14	28.550.000,00	2,02
KD Amerika, delniški	0,00	0,25	-0,94	1,94	NP	NP	5.159.784,00	2,2
KD Prvi izbor, sklad delniških skladov	0,24	0,25	-0,88	3,76	6,17	-2,13	55.480.000,00	0,94
KD Indija – Kitajska, delniški	0,00	0,25	1,08	8,05	12,57	8,05	18.366.239,00	2,11
KD Novi trgi, delniški	-0,42	0,25	0,94	9,74	15,70	9,74	28.250.000,00	2,06
KD Vzhodna Evropa, delniški	0,51	0,25	1,47	6,64	5,57	6,64	5.330.000,00	2,35
KD Surovine in energija, delniški	0,08	0,25	1,37	1,61	10,71	1,61	7.660.000,00	2,01
KD Bond, obvezniški - EUR	-0,78	2,03	0,30	1,76	2,68	1,76	30.500.000,00	0,95
Ilirika Razvijajoči trgi dinamični	-1,30	-0,84	0,30	7,57	2,55	3,15	4.974.400,00	2,66
Ilirika Gazela dinamični	-18,11	-0,84	1,66	14,45	12,91	18,65	4.909.500,00	2,75
Ilirika Energija delniški	-0,48	-0,53	-3,83	0,23	-0,62	-3,61	166.700,00	3,58

Legenda: ¹ DNV sklada – delež neto vplačil prevzemnega sklada, ² DNV k. skupina – delež neto vplačil skladov v kontrolni skupini, ³ r = 1 m – pretekla enomesečna donosnost prevzemnega sklada, ⁴ r = 3 m – pretekla trimesečna donosnost prevzemnega sklada, ⁵ r = 6 m – pretekla 6-mesečna donosnost prevzemnega sklada, ⁶ r = 12 m – pretekla 12-mesečna donosnost prevzemnega sklada, ⁷ ČVS – čista vrednost sredstev prevzemnega sklada, ⁸ CSP k. skupina – celotni stroški poslovanja prevzemnega sklada.

Prirejeno po Agencija za trg vrednostnih papirjev, (brez datuma a), Agencija za trg vrednostnih papirjev (brez datuma b), Agencija za trg vrednostnih papirjev (brez datuma c), Agencija za trg vrednostnih papirjev, (brez datuma č), Ajpes (brez datuma), Bloomberg, informacijski sistem (2017), Družba za upravljanje Abanka skladi (2013–2015), Družba za upravljanje Alta skladi (2010–2012), Družba za upravljanje Ilirika DZU (2012–2016), Družba za upravljanje Infond (2009–2013), Družba za upravljanje KD skladi (2011–2016), Družba za upravljanje Krekova DZU (2011–2012), Družba za upravljanje NFD (2013–2015), Družba za upravljanje Probanka DZU (2011–2012), Ilirika Krovni sklad (2013), Ilirika Krovni sklad (2016), KD Krovni sklad (2013), KD Krovni sklad (2017), Krovni sklad Alpen (2016), Krovni sklad Infond (2011), Krovni sklad Infond (2013), Krovni sklad Nacionalna finančna družba (2014), Krovni sklad Triglav vzajemni skladi (2014).