

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

**UPRAVLJANJE VZAJEMNIH SKLADOV**

**Ljubljana, oktober 2003**

**MATEJ PIRTOVŠEK**

## **IZJAVA**

Študent Matej Pirtovšek izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 29.10.2003

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



## KAZALO

1	UVOD .....	1
1.1	Namen magistrskega dela .....	2
1.2	Struktura in cilji magistrskega dela .....	3
2	VZAJEMNI SKLADI NA RAZVITEM FINANČNEM TRGU (PRIMER ZDA) ....	3
2.1	Investicijski in vzajemni skladi .....	3
2.2	Značilnosti vzajemnih skladov .....	5
2.2.1	Izračun VEP .....	6
2.2.2	Zakonska ureditev poslovanja vzajemnih skladov .....	6
2.2.3	Prednosti vlaganja v vzajemne sklade .....	7
2.2.4	Slabosti vlaganja v vzajemne sklade .....	9
2.2.5	Organiziranost poslovanja vzajemnih skladov .....	9
2.2.6	Stroški vzajemnih skladov .....	13
2.3	Vrste vzajemnih skladov .....	18
2.3.1	Delniški vzajemni skladi .....	21
2.3.1.1	Delniški skladi kapitalске rasti .....	21
2.3.1.2	Delniški skladi skupne donosnosti .....	23
2.3.1.3	Svetovni delniški skladi .....	24
2.3.2	Mešani vzajemni skladi .....	27
2.3.2.1	Uravnoteženi skladi .....	27
2.3.2.2	Skladi fleksibilnega portfelja .....	28
2.3.2.3	Mešani skladi dohodka .....	28
2.3.2.4	Skladi alokacije sredstev .....	28
2.3.3	Obvezniški vzajemni skladi .....	29
2.3.3.1	Obdavčeni obvezniški skladi .....	30
2.3.3.2	Neobdavčeni obvezniški skladi .....	36
2.3.4	Vzajemni skladi denarnega trga .....	37
2.3.4.1	Obdavčeni skladi denarnega trga .....	39
2.3.4.2	Neobdavčeni skladi denarnega trga .....	40
3	UPRAVLJANJE VZAJEMNIH SKLADOV .....	40
3.1	Določitev investicijske politike .....	41
3.2	Analiziranje vrednostnih papirjev .....	47
3.3	Oblikovanje portfelja vrednostnih papirjev .....	49
3.4	Preverjanje ustreznosti sestave portfelja .....	52
3.5	Ugotavljanje uspešnosti upravljanja s portfeljem .....	53
3.5.1	Sharpovo merilo uspešnosti .....	53
3.5.2	Treynorjevo merilo uspešnosti .....	55
3.5.3	Jensenovo merilo uspešnosti .....	57
4	VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI .....	59
5	MODEL POVPRASEVANJA PO TOČKAH VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI .....	61
5.1	Pregled relevantne strokovne literature .....	61

5.2	Opredelitev pojasnjene spremenljivke .....	69
5.3	Opredelitev pojasnjevalnih spremenljivk .....	69
5.4	Spremenljivke v modelu .....	75
5.5	Izbrana regresijska funkcija.....	75
6	SKLEP.....	81
7	LITERATURA.....	82
8	VIRI .....	87

# 1 UVOD

Industrija vzajemnih skladov je v drugi polovici 20. stoletja dosegla nesluteno rast. Obseg sredstev v vzajemnih skladih v ZDA je od leta 1949, ko je znašal 2 milijardi USD, do začetka letošnjega leta narasel na več kot 6.500 milijard USD.<sup>1</sup> To pomeni, da je ta industrija v povprečju rasla za 16% na leto (Bogle, 2003). Ob koncu leta 2001 je bilo v ZDA investitorjem na razpolago 8.307 odprtih vzajemnih skladov (Mutual Fund Fact Book, 2002, str. 7), v svetu pa že več kot 53.000 (Mutual Fund Fact Book, 2003, str. 101). Kar 64% premoženja vseh vzajemnih skladov na svetu imajo v lasti ZDA (Francis, Ibbotson, 2002, str. 333). Konec maja 2001 je delnice odprtih vzajemnih skladov v ZDA imelo 93,3 milijonov posameznikov v 54,9 milijonov gospodinjstvih (Mutual Fund Fact Book, 2002, str. 24). V ZDA so konec leta 1997 posamezniki držali 78,4% vseh delnic odprtih vzajemnih skladov (Mishkin, Eakins, 2000, str. 607), da bi tako dosegli svoje dolgoročne finančne cilje kot so pokojnina, šolanje otrok, nakup nepremičnine, ipd.

Z napovedmi o znižanju stopnje inflacije in obrestnih mer smo tudi Slovenci začeli iskati alternativne naložbe bančnim vlogam. Med takšne alternativne naložbe lahko štejemo tako naložbe v dolžniške kot tudi v lastniške vrednostne papirje, katerih izdajatelji so lahko država, podjetja, banke, zavarovalnice ter drugi finančni posredniki. V prejšnjem letu, še posebej pa po objavi namere Novartisa o prevzemu Leka, se je vrednost premoženja vzajemnih skladov močno povečala, tako da je ob koncu lanskega leta že preseгла 55 milijard SIT.

Vzajemni sklad je premoženje, v obliki vrednostnih papirjev in denarja ter je v izključni lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote oziroma točke, investicijski kupon pa se lahko glasi na eno ali več enot premoženja. Investicijski kuponi vzajemnega sklada dajejo njihovim imetnikom pravico do sorazmernega deleža prihodka, ki ga družba, ki upravlja vzajemni sklad, ustvari z vanj vloženimi sredstvi. Vzajemni skladi sodijo med odprte investicijske sklade, ki zbirajo prihranke tako, da varčevalci kupijo njihove delnice (oziroma kupone). Vzajemni skladi so odprti investicijski skladi zato, ker obseg izdanih delnic ni omejen in se jih vsak dan izda toliko, kolikor je po njih povpraševanja. Lastniki delnic lahko te delnice kadarkoli unovčijo pri vzajemnem skladu po dnevni tržni vrednosti, vendar pa delnice sklada niso predmet prodaje in nakupa na trgu vrednostnih papirjev. Tako mora imeti vzajemni sklad vedno dovolj rezerv v denarju, da lahko delnice

---

<sup>1</sup> Prvi vzajemni sklad v ZDA je bil ustanovljen 21.3.1924 v Bostonu. Imenoval se je Massachusetts Investor Trust in je v enem letu povečal sredstva v upravljanju od začetnih 50.000 USD na

unovči (Mramor, 1993, str. 93). Vzajemni skladi svojim vlagateljem omogočajo, da postanejo lastniki majhnega dela velikega števila različnih vrednostnih papirjev, s čimer učinkovito razpršijo tveganja. Posamezni vlagatelj je poleg razpršitve naložb preko vzajemnega sklada deležen tudi drugih prednosti, ki jih imajo veliki investitorji, kot so dostop do znanja in informacij, ki so potrebna za strokovno investiranje v različne vrednostne papirje in prihranki pri transakcijskih stroških, saj trgovanje v svežnjih močno zmanjša borzno posredniške provizije.

Ljudje se z varčevanjem sredstev odpovedujejo sedanji potrošnji v korist večje potrošnje v prihodnosti. Pri tem imajo na voljo več možnosti, kam naložiti sredstva, da bi dosegli, čim večjo donosnost v prihodnosti. Tako lahko nalagajo svoje prihranke v bančne vloge, obveznice, delnice in kupone vzajemnih skladov. V splošnem je v finančni teoriji povpraševanje po neki naložbi odvisno od (Dale, Haldane, 1993, str. 10):

- donosnosti te naložbe,
- donosnosti možnih alternativnih naložb in
- razpoložljivih sredstev.

Upravljalci vzajemnih skladov s pomočjo predvidenih neto denarnih tokov upravljajo s stanjem denarnih sredstev, ki jih morajo imeti na razpolago za izplačilo tistih vlagateljev, ki se odločijo, da jim bodo prodali kupone vzajemnih skladov. V primeru, da vzajemni sklad nima dovolj denarnih sredstev za izplačilo vlagateljev mora prodati vrednostne papirje, ki jih ima v svojem portfelju.<sup>2</sup> Pri tem imajo na eni strani stroške s prodajo le-teh, na drugi strani pa držanje prevelike količine denarja pomeni večjo oportunitetno izgubo zaradi neinvestiranja. S tem, ko predvidijo prihodnji neto denarni tok lahko upravljalci vzajemnih skladov optimirajo količino denarja na zalogi, kar povečuje njihovo donosnost, ki je eden izmed ključnih dejavnikov odločanja ljudi pri nalaganju svojih prihrankov.

## **1.1 Namen magistrskega dela**

Namen magistrskega dela je spoznati in predstaviti vzajemne sklade na razvitih finančnih trgih in pri nas ter oblikovati ekonometrični model za pojasnjevanje in napovedovanje neto denarnih tokov v slovenske vzajemne sklade. Model je zanimiv zlasti za upravljalce vzajemnih skladov, ki želijo zminimizirati količino denarnih rezerv in managerjem, ki so odgovorni za razvoj storitev, da so te čim bolj učinkovite in prilagojene vlagateljem.

---

392.000 USD ter imel okoli 200 delničarjev (Woodard, 2000, URL: <http://mutualfunds.about.com/library/weekly/aa112500a.htm>).

<sup>2</sup> S portfeljem (portfolio) razumemo skupek finančnih naložb, ki jih ima v lasti posameznik ali vzajemni sklad.

## **1.2 Struktura in cilji magistrskega dela**

Magistrsko delo je razdeljeno v šest vsebinskih sklopov. Takoj po uvodu bomo v drugem delu začeli s predstavitvijo razlik med vzajemnimi in drugimi investicijskimi skladi, nadaljevali z opisom njihovih značilnosti, zakonske ureditve in organiziranosti poslovanja ter prednosti in slabosti investiranja v vzajemne sklade, posebno pozornost pa bomo namenili številnim vrstam vzajemnih skladov v ZDA. Preko podrobnega opisa posameznih vrst vzajemnih skladov, ki se medsebojno razlikujejo glede na investicijske cilje, bomo spoznali tudi pestrost finančnih instrumentov, ki jih ponuja visoko razvit finančni trg v ZDA. V tretjem poglavju se bomo dotaknili upravljanja vzajemnih skladov, predvsem posameznih faz v procesu investiranja ter spoznali najpomembnejša merila uspešnosti upravljanja portfeljev. Vzajemni skladi v Sloveniji bodo predstavljeni v četrtem delu. Peti sklop predstavlja praktično - empirični del magistrskega dela in bo v celoti namenjen ekonometričnemu modelu povpraševanja po točkah vzajemnih skladov v Sloveniji. Sklepne misli bodo predstavljene v zadnjem, šestem delu.

## **2 VZAJEMNI SKLADI NA RAZVITEM FINANČNEM TRGU (PRIMER ZDA)**

### **2.1 Investicijski in vzajemni skladi**

**Investicijski skladi** (investment companies) so finančni posredniki, ki zbirajo prihranke vlagateljev in jih investirajo v različne vrste vrednostnih papirjev ter drugih naložb. Vsak vlagatelj v investicijsko družbo je upravičen do sorazmernega deleža njenega portfelja glede na višino vloženih sredstev v primerjavi s celotnim portfeljem. Investicijski skladi omogočajo vlagateljem združitve svojih prihrankov z namenom, da s skupnim investiranjem izkoristijo prednosti ekonomije obsega.

Investicijski skladi za njihove vlagatelje opravljajo vrsto pomembnih funkcij, kot so (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 104):<sup>3</sup>

1. *Vodenje evidenc in administrativnih postopkov* – investicijske družbe redno poročajo o vrednosti in vrsti premoženja, vodijo evidenco kapitalskih dobičkov, dividend, nakupov in prodaj delnic (točk) investicijske družbe ter ponujajo možnost reinvestiranja dividend in obrestnih prihodkov v imenu vlagateljev.
2. *Razpršitev in deljivost naložb* – Z zbiranjem sredstev investicijske družbe omogočajo vlagateljem, da lahko posedujejo določen delež cele palete različnih vrednostnih papirjev. Tako lahko investicijske družbe na finančnih

---

<sup>3</sup> Navedene funkcije veljajo za investicijske družbe v ZDA, vendar večinoma veljajo tudi za investicijske družbe pri nas. Glej tudi poglavje o vzajemnih skladih v Sloveniji.



trgih nastopajo kot veliki vlagatelji, medtem ko posamezniki tega v večini primerov ne zmorejo ali ne smejo.<sup>4</sup>

3. *Profesionalno upravljanje z naložbami* – Večina investicijskih družb, čeprav ne vse, za polni delovni čas zaposluje analitike vrednostnih papirjev in upravljavce portfeljev, ki se trudijo doseči nadpovprečne rezultate za njihove vlagatelje.
4. *Omogočajo dostop do nižjih transakcijskih stroškov*. Ker investicijske družbe največkrat trgujejo v svežnjih, lahko dosežejo precejšnje prihranke pri borzno-posredniških provizijah.<sup>5</sup>

V ZDA zakon o investicijskih skladih (Investment Company Act of 1940) definira tri vrste investicijskih skladov in sicer odprte investicijske sklade (open-end investment companies), zaprte investicijske sklade (closed-end investment companies) ter posebne investicijske sklade (unit investment trusts) (Francis, Ibbotson, 2002, str. 333).<sup>6</sup>

Najbolj razširjeni med vsemi oblikami investicijskih skladov so **odprti investicijski skladi**, za katere se je uveljavilo tudi splošno poimenovanje **vzajemni skladi** (mutual funds).<sup>7</sup> Za njih velja, da število izdanih delnic ni omejeno, kar pomeni, da vsakdo, ki želi v določen vzajemni sklad naložiti svoje premoženje, lahko tudi dobi njegovo delnico (Ribnikar, 1994, str. 84) in sicer po dnevni tržni vrednosti enote premoženja sklada (VEP).<sup>8</sup> Po tej vrednosti so vzajemni skladi tudi dolžni od vlagateljev kadarkoli odkupovati njihove delnice.

**Zaprte investicijske skladi** ali na kratko **investicijske družbe** se imenujejo tako, ker ko enkrat izdajo delnice, le-teh ne smejo več izdajati, kakor tudi ne smejo od vlagateljev odkupovati obstoječih. Število delnic investicijskih družb je zato omejeno. Vlagatelji, ki želijo odprodati delnice investicijske družbe, jih morajo

---

<sup>4</sup> Določeni finančni inštrumenti so namreč na voljo samo velikim institucionalnim vlagateljem ali pravnim osebam in ne posameznikom.

<sup>5</sup> Sveženj je na newyorški borzi vrednostnih papirjev definiran kot transakcija, sklenjena bodisi v obsegu vsaj 10.000 delnic bodisi v znesku 200.000 USD ali več. V letu 1961 je bilo na newyorški borzi sklenjenih v povprečju devet svežnjeve dnevno, ki so predstavljali približno 3% dnevnega prometa, danes pa je dnevno sklenjenih okoli 3.000 svežnjeve, ki pomenijo skoraj polovico dnevnega prometa (Fabozzi, Modigliani, 1996, str. 303). Pogoji, da se posel, sklenjen na ljubljanski borzi šteje za sveženj je, da mora presežati vrednost 30 milijonov SIT. Pri nas je bilo lansko leto v povprečju sklenjenih 6 svežnjeve dnevno, ki so vrednostno predstavljali 46% dnevnega prometa, v prvi polovici letošnjega leta pa so bili na ljubljanski borzi sklenjeni v povprečju štirje svežnji na dan in so predstavljali kar 58% dnevnega prometa.

<sup>6</sup> V Veliki Britaniji odprtim investicijskim skladom pravijo »unit trusts«, zaprtim »investment trusts«, ameriškim posebnim investicijskim skladom pa »authorized investment trusts«.

<sup>7</sup> V ZDA je vzajemnih skladov okoli 10.000, zaprtih investicijskih skladov približno 500, medtem ko je stalnih investicijskih skladov le okoli 100 (Francis, Ibbotson, 2002, str. 333).

<sup>8</sup> Način izračuna VEP je razložen v podglavju Značilnosti vzajemnih skladov.

prodati drugemu vlagatelju. To storijo s pomočjo borznega posrednika, ki jih v njihovem imenu proda na sekundarnem trgu kapitala. Cena delnice investicijske družbe se lahko razlikuje od vrednosti enote premoženja sklada. Kadar je cena delnice investicijske družbe na organiziranem trgu vrednostnih papirjev višja od vrednosti enote njenega premoženja, pravimo, da se z njo trguje s premijo, kadar pa je cena delnice nižja od VEP, rečemo, da se z njo trguje z diskontom. Zaradi večje stabilnosti višine sredstev lahko investicijske družbe v primerjavi z vzajemnimi skladi večji delež sredstev investirajo dolgoročno, saj ne potrebujejo likvidnih (denarnih) sredstev za izplačilo vlagateljev.

Tako upravljavci odprtih kot tudi upravljavci zaprtih investicijskih skladov lahko spreminjajo portfelja naložb skladov oziroma z njimi upravljajo. Portfelji posebnih investicijskih skladov pa so bolj ali manj stalni in se z njimi praktično ne upravlja. **Posebni investicijski skladi** so investicijski skladi, ki so ustanovljeni s posebnim namenom in zbrana sredstva investirajo v stalen portfelj naložb, ki se tekom celotne življenjske dobe sklada ne spreminja. Življenjska doba sklada mora biti določena že ob njegovi ustanovitvi. Posebni investicijski sklad ustanovi sponzor (običajno borznoposredniška družba ali borza), tako da zbere določen portfelj vrednostnih papirjev ter jih vložijo v sklad, nad katerim bdi skrbnik (običajno komercialna banka).<sup>9</sup> Nato sponzor proda delnice oziroma točke sklada vlagateljem po ceni, ki je od 0,5% do 4% večja od stroškov nakupa vrednostnih papirjev v portfelju. Ta provizija predstavlja sponzorju tudi glaven motiv za ustanovitev sklada. Vlagatelj z nakupom točk pridobi pravico do sorazmernega deleža vrednosti portfelja in morebitnih prihodkov, ki jih bo ta ustvaril. Čeprav se s posebnimi investicijskimi skladi ne trguje na trgih vrednostnih papirjev, pa lahko vlagatelji vsak trgovan dan prodajo točke sklada sponzorju, ki jih odkupi po cenah, ki so zelo blizu VEP. Sponzor lahko odkupljene točke ponovno ponudi javnosti v odkup. Spreminjanje portfelja sklada je dovoljeno le v smislu ohranjanja začetne sestave. Ker je aktivno trgovanje s portfeljem prepovedano, so upravljavske provizije običajno zelo nizke (na letni ravni lahko znašajo le 0,15% od vrednosti sredstev v upravljanju).

## **2.2 Značilnosti vzajemnih skladov**

Vzajemni skladi sodijo med odprte investicijske sklade predvsem iz dveh razlogov. Prvič zato, ker so na željo vlagateljev kadarkoli dolžni odkupiti delnice sklada in to po ceni, ki je enaka trenutni tržni vrednosti enote premoženja sklada. Drugi razlog, da sodijo med odprte investicijske sklade pa je, da skoraj vsi vzajemni skladi javnosti neprestano ponujajo nove izdaje delnic, čeprav to ni zakonska zahteva, kot velja za prvi razlog.

---

<sup>9</sup> Skrbnik skrbi za vsa izplačila prihodkov in sredstev od prodanih točk sklada.

### 2.2.1 Izračun VEP

Vsak vzajemni sklad mora dnevno izračunavati **vrednost enote premoženja** (net asset value) in jo tudi vsak dan objavljati. VEP dobimo tako, da od tržne vrednosti vseh naložb, ki jih ima sklad v svojem portfelju na določen dan odštejemo vse obveznosti, ki jih mora sklad poravnati tisti dan (npr. upravljaljske in druge provizije, plače zaposlenih, najemnine, ipd.), dobljeno razliko, ki jo imenujemo **čista vrednost sredstev** (ČVS), pa delimo s številom vseh delnic sklada, ki jih imajo na ta dan v lasti vsi vlagatelji sklada.<sup>10</sup> Vlagatelji kupujejo ali prodajajo delnice vzajemnih skladov po VEP naslednjega dne, ki je izračunana na podlagi zaključnih tržnih tečajev tekočega dne.<sup>11</sup> Tako se cena delnice ali točke vzajemnega sklada tekom dneva ne spreminja, kar ne velja za delnice ali obveznice, katerih cene se lahko na borzah spremenijo v sekundi. S spremljanjem VEP lahko dobro spremljamo spreminjanje cen točk vzajemnih skladov, ne moremo pa najbolje spremljati uspešnosti le-teh.<sup>12</sup>

Obveznosti sklada so odvisne od organizacijske oblike in provizij sklada. Še preden preidemo na podrobnejši opis le-teh, si bomo ogledali zakonsko ureditev poslovanja ter prednosti in slabosti vlaganja v vzajemne sklade.

### 2.2.2 Zakonska ureditev poslovanja vzajemnih skladov

Vzajemni skladi in njihovi upravljalci so v ZDA regulirani s strani zvezne vlade z namenom zaščite vlagateljev in ohranjanja zaupanja javnosti v industrijo vzajemnih skladov. Za nadzor nad izvajanjem zakonov na zvezni ravni skrbi Komisija za trg vrednostnih papirjev (The U.S. Securities and Exchange Commission), poleg tega pa ima večina zveznih držav še svoje dodatne, nemalokrat še strožje predpise.<sup>13</sup>

Štirje glavni zakoni, ki urejajo področje vzajemnih skladov v ZDA so (Mutual Fund Fact Book, 2002, str. 18):

- **Zakon o vrednostnih papirjih** (The Securities Act of 1933) določa, da se morajo vsi vzajemni skladi pred javno ponudbo svojih delnic registrirati pri

---

<sup>10</sup> ČVS je enaka likvidacijski vrednosti sklada oziroma znesku, ki ga imamo na razpolago, če prodamo celotno premoženje sklada (Livingston, 1990, str. 88).

<sup>11</sup> V ZDA vzajemni skladi vsak dan vzamejo tržne tečaje v trenutku zaključka trgovanja na NYSE (New York Stock Exchange), ki je običajno ob 16:00 uri po lokalnem času. Najprej vzajemni skladi objavijo VEP preko trgovalnega sistema Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System). Če želijo, da je njihov VEP objavljen v časopisu naslednjega dne, ga morajo skladi posredovati v Nasdaq do 17:55 po lokalnem času.

<sup>12</sup> V skladu z zakonom morajo vzajemni skladi vsako leto 90% vseh realiziranih dobičkov in prihodkov iz dividend izplačati vlagateljem, zaradi česar se VEP ceteris paribus zniža.

<sup>13</sup> V nadaljevanju bomo za Komisijo za trg vrednostnih papirjev v ZDA uporabljali splošno sprejeto kratico SEC.

SEC ter poslati obvestila tistim zveznim državam ZDA, v katerih nameravajo delnice prodajati. Zahteva tudi, da morajo skladi vsem potencialnim vlagateljem posredovati svoje prospekte s podrobnimi informacijami o poslovanju.<sup>14</sup>

- **Zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji** (The Securities Exchange Act of 1934) uravnava poslovanje pravnih oseb, ki se ukvarjajo s trgovanjem z vrednostnimi papirji, med njimi tudi upravljavce vzajemnih skladov in drugih posrednikov, ki prodajajo delnice skladov javnosti. Zanje velja, da se morajo registrirati pri SEC. Med drugim zahteva od upravljavcev vzajemnih skladov, da vodijo ustrezne evidence in knjige, izločajo sredstva strank na posebne skrbniške račune ter SEC redno pošiljajo letne finančne izkaze.
- **Zakon o investicijskih skladih** (The Investment Company Act of 1940) postavlja zahteve glede sestave uprave vzajemnega sklada (board of directors) in narave pogodbe z družbo za upravljanje oziroma investicijskim svetovalcem. Določa ukrepe za zagotovitev varnosti naložb vlagateljev (npr. zahteva po ustrezni razpršitvi naložb, prepoved dodatnih provizij, metodologija izračunavanja VEP ipd.). Vzajemnim skladom prepoveduje najemanje posojil, ustvarjanje kratkih pozicij z vrednostnimi papirji (short selling) ali kupovanje vrednostnih papirjev na up (purchasing on margin). Določa še, da mora vsak vzajemni sklad svojo investicijsko politiko sporočiti SEC in jo lahko spremeni le na skupščini delničarjev (Kohn, 1994, str. 442). Zakon daje tudi široka pooblastila SEC, da tekoče ohranja aktualnost zakona glede na neprestano se spreminjajoče okolje finančne panoge, v katerem poslujejo vzajemni in drugi investicijski skladi.
- **Zakon o investicijskih svetovalcih** (The Investment Advisers Act of 1940) uravnava področje dejavnosti investicijskih svetovalcev (zahteva njihovo registracijo na zvezni ravni) in varuje male vlagatelje pred zlorabami le-teh.

### 2.2.3 Prednosti vlaganja v vzajemne sklade

Vlaganje v vzajemne sklade ponuja številne prednosti. Bogle (1994, str. 50) omenja naslednje štiri:

1. **Široka razpršenost naložb** – ustrezna razpršitev naložb omogoča zmanjšanje naložbenih tveganj, povezanih z naložbami v posamezne vrednostne papirje (t.i. nesistematično tveganje), na najnižjo možno raven. Vzajemni skladi ne odpravljajo samo nesistematičnega tveganja povezanega s posameznimi vrednostnimi papirji, ampak investicijsko tveganje še dodatno zmanjšujejo z investiranjem v različne vrste finančnih naložb (delnice, obveznice,

---

<sup>14</sup> Prospekt je uradni dokument, ki je namenjen potencialnim vlagateljem določenega vzajemnega sklada in vsebuje podatke o njegovi investicijski politiki, tveganjih, storitvah in provizijah.

instrumente denarnega trga, izvedene finančne instrumente, nepremičnine, ipd.).

2. *Profesionalno in strokovno upravljanje z naložbami* – vlagatelji največkrat nimajo dovolj znanja, časa, sredstev in izkušenj, ki so potrebne za strokovno in profesionalno upravljanje portfeljev finančnih naložb. Z vlaganjem v vzajemne sklade so upravičeni do rezultatov, ki jih ustvarjajo upravljavci vzajemnih skladov s skrbnim izbiranjem naložb v skladu z vnaprej določeno in javno objavljeno naložbeno politiko.
3. *Visoka likvidnost delnic vzajemnih skladov* omogoča vlagateljem, da lahko v primeru nepredvidenih potreb v vsakem trenutku brez težav pridejo do svojih vloženih prihrankov, ne da bi bili prisiljeni prodajati z diskontom.<sup>15</sup> Jamstvo za visoko likvidnost delnic vzajemnih skladov je tudi zakonska obveza, da investirajo v tržne vrednostne papirje.
4. *Enostavnost in udobnost vlaganja preko vzajemnih skladov* se kaže v enostavnem nakupu delnic vzajemnih skladov s pomočjo elektronske pošte ali telefona preko raznih posrednikov, bank, zavarovalnic ali neposredno od sklada. Upravljavci ponujajo avtomatizirane investicijske in pokojninske načrte, vodenje evidenc in pripravljanje poročil za davčno službo, omogočajo prilagojen program dodatnih vlaganj, kakor tudi sistematičnih prodaj delnic vzajemnih skladov, uporabo čekov (checkwriting) pri vzajemnih skladih denarnega trga ter brezplačno telefonsko zamenjavo skladov znotraj družin skladov. Ena izmed najpomembnejših storitev, ki jih omogočajo vzajemni skladi pa je ponujanje avtomatskega reinvestiranja kapitalskih dobičkov in dividend v nakup dodatnih delnic sklada po ceni (VEP) brez prodajne provizije. Z reinvestiranjem tekočih donosov vlagatelji zaradi obrestno obrestnega računa hitreje povečujejo vrednost svojega premoženja, kot v primeru neposrednega vlaganja v vrednostne papirje, ko se jim tekoči donosi ne reinvestirajo avtomatsko, ampak jim ostajajo na trgovalnih računih.

Fredman in Wiles (1998, str. 30) navajata poleg navedenih še eno prednost in sicer:

5. *Varnost pred izgubo zaradi neetičnih razlogov* – verjetnost, da bodo vlagatelji v vzajemne sklade izgubili vložena sredstva zaradi prevar, škandalov in stečajev

---

<sup>15</sup> Glede na to, da na trgu vrednostnih papirjev deluje zakon ponudbe in povpraševanja, takojšnje prodaje oziroma nakupi vrednostnih papirjev v večjih količinah (velja tudi za manjše količine, če gre za manj likvidne vrednostne papirje) znižujejo oziroma zvišujejo njihovo tržno ceno. Vlagatelji dobijo izplačane delnice po nižji vrednosti od VEP le v primeru, da so sredstva vložili v sklade, ki zaračunavajo izstopno provizijo, pa še pri teh običajno velja, da se izstopna provizija proporcionalno znižuje z vsakim letom varčevanja v teh skladih (dokler popolnoma ne izgine – npr. po šestih letih). Stroški prodaje delnic vzajemnih skladov so tudi bistveno nižji od borznoposredniških provizij, ki jih morajo poravnati posamezniki v primeru prodaj drugih vrednostnih papirjev.

je zelo majhna. Pravni okvir in stroga regulativa vzajemnih skladov ter ločenost vloženih sredstev od upravljavcev skladov zagotavljajo nivo varnosti, ki jo neposredni vlagatelje v vrednostne papirje nikoli ne bodo imeli.

#### **2.2.4 Slabosti vlaganja v vzajemne sklade**

Vlaganje v vzajemne sklade prinaša poleg prednosti tudi nekatere slabosti (Bogle, 1994. str. 55-56):

1. »Iznajdljivost« upravljavcev je privedla do cele palete stroškov, ki jih vzajemni skladi poravnajo v imenu vlagateljev. Brez nadzora vlagateljev nad upravljavci skladov oziroma s pristankov na povečanje provizij iz različnih razlogov (zlasti neupravičenih) lahko ti stroški popolnoma izničijo prej navedene prednosti v primerjavi z neposrednim investiranjem na trg vrednostnih papirjev.
2. v primerjavi z neposrednim investiranjem vlaganje v vzajemne sklade ne omogoča nadzora nad realizacijo kapitalskih dobičkov. Upravljavci skladov ne morejo prodajati vrednostne papirje ravno v trenutku, ko je to z davčnega vidika za vsakega vlagatelja najugodnejše, še posebej, ker jih veliko vlaga preko pokojninskih računov in jih davek na kapitalski dobiček primarno ne zanima. Pri večini vzajemnih skladov je obdavčitev vlagateljev postranskega pomena ali pa se na to sploh ne ozirajo.<sup>16</sup>
3. zaradi naraščajočega števila vzajemnih skladov, ki včasih že presega število vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na trgih kapitala, je pravi sklad prav tako težko izbrati, kot je težko izbrati ustrezen vrednostni papir.<sup>17</sup>
4. odnos med vlagatelji in investicijskimi svetovalci vzajemnih skladov je brezoseben. Glede na to, da vzajemni skladi nimajo lokalnih podružnic, ampak z vlagatelji komunicirajo preko telefona ali (elektronske) pošte iz sedeža družbe ali regionalnih storitvenih centrov, morajo biti vlagatelji v primeru morebitnih vprašanj ali težav glede svojih trgovalnih računov, le-te pripravljene reševati pisno preko pošte ali ustno preko telefona (Rowland, 1996, str. 138).

#### **2.2.5 Organiziranost poslovanja vzajemnih skladov**

Pri upravljanju vzajemnih skladov igra organizacijska oblika zelo pomembno vlogo, saj postavlja temelje odnosa med družbo za upravljanje in vlagatelji, ki ji zaupajo sredstva v upravljanje. Obstajata dva različna tipa organizacijske oblike vzajemnega sklada in sicer tradicionalna na eni strani ter vzajemna organizacijska oblika na drugi strani. V praksi so skoraj vsi obstoječi vzajemni skladi organizirani

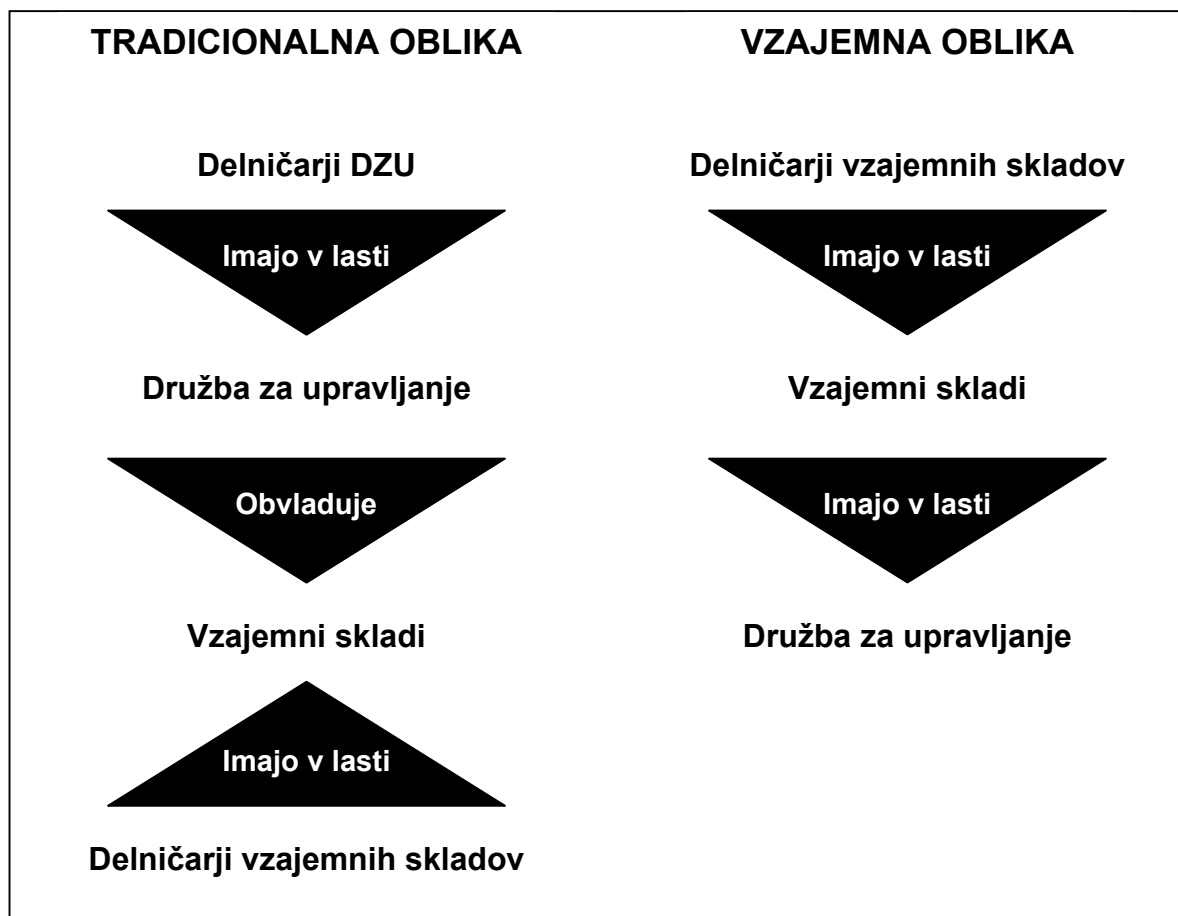
---

<sup>16</sup> Redka izjema so vzajemni skladi družine »The Vanguard Group«, ki jo je leta 1974 ustanovil John C. Bogle.

<sup>17</sup> Število navadnih delnic se je v obdobju od leta 1949 do konca lanskega leta povečalo iz 75 na 4.800, medtem ko se je število vzajemnih skladov v istem času povečalo iz 137 na več kot 8.300 (Bogle, 2003).

po tradicionalni obliki, razen ene izjeme, t.j. družina skladov »The Vanguard Group«, ki zagovarja vzajemno organizacijsko obliko (Bogle, 1999, str. 377). Razlika med obema organizacijskima strukturama je jasno razvidna iz slike 1.

Slika 1: Primerjava tradicionalne in vzajemne organizacijske oblike vzajemnega sklada



Vir: Bogle, 1999, str. 376.

Pri tradicionalni organizacijski obliki vzajemni sklad ni samostojna pravna oseba, ampak jo ustanovi sponzor, ki je običajno skupina med seboj povezanih družb za upravljanje (DZU) ali pa le ena DZU. Lastniki DZU navadno niso hkrati tudi lastniki vzajemnega sklada. Delničarji vzajemnega sklada izvolijo nadzorni svet (board of directors), ki nadzira izbor in delo družbe za upravljanje. Nadzorni svet vzajemnega sklada se vsako leto odloča o podaljšanju pogodbe z DZU, ki v zameno za ustrezno upravljavsko provizijo skrbi za vse poslovne aktivnosti, ki so potrebne za normalno delovanje vzajemnega sklada. Tako DZU skrbi za izvajanje storitev investicijskega svetovanja, distribucijo in trženje sklada, izvajanje transakcij ter za razne pravne in druge potrebne finančne storitve. Uprava DZU odloča o izbiri investicijskega svetovalca, največkrat pa v začetni fazi to funkcijo opravlja kar sama. Tradicionalna organizacijska oblika ustvarja konflikt interesov

(problem agenta) med delničarji vzajemnih skladov in lastniki visoko dobičkonosne DZU, saj v procesu razdelitve ustvarjenega dobička večji delež za DZU pomeni, da toliko manj dobijo vlagatelji. Tako so lastniki DZU motivirani, da postavijo upravljske provizije tako visoko, kolikor največ lahko vlagatelji v vzajemne sklade prenesejo.

Vzajemna organizacijska oblika se od tradicionalne razlikuje v tem, da je samostojna pravna oseba, ki vodi vse aktivnosti na stroškovni ravni. V tem primeru delničarji vzajemnega sklada izberejo nadzorni svet, ki skrbi za ustanovitev DZU v 100% lasti vzajemnega sklada.<sup>18</sup> Člani nadzornega sveta vzajemnega sklada so hkrati tudi člani DZU upravo, ki organizira in odgovarja za poslovanje sklada na dnevni ravni. DZU je tako v bistvu del vzajemnega sklada. Problem agenta se v tem primeru ne pojavlja, saj so vlagatelji v vzajemni sklad hkrati lastniki DZU in njim pripada celoten ustvarjen dobiček. Uprava sklada je nagrajena glede na ustvarjen dobiček vzajemnega sklada in je motivirana, da ustvarja največjo korist za vlagatelje.

Dokaz, da je problem agenta pri tradicionalni obliki postal pereč, je podvojitve vseh provizij izraženih v odstotkih glede na povprečna sredstva v upravljanju, t.i. koeficienta stroškov (expense ratio), v zadnji polovici prejšnjega stoletja in to kljub izkoriščanju ekonomije obsega s strani DZU. V 40-ih letih 20. stoletja so pri delniških vzajemnih skladih vse upravljske provizije skupaj znašale 0,75%, leta 1999 pa kar dvakrat toliko, saj so presegle 1,50% sredstev v upravljanju na leto (Bogle, 1999, str. 382). Povprečni koeficient stroškov za vse vrste vzajemnih skladov (vključno z obvezniškimi in skladi denarnega trga, ki imajo navadno nižje upravljske provizije kot delniški) se približuje 1,20% in še narašča (Bogle, 1999, str. 382). V prilogi 1 povzemamo tudi tabelo koeficientov stroškov po posameznih vrstah skladov kot jih razvršča družba Morningstar.<sup>19</sup> Tudi zaradi problema agenta pri tradicionalni organizacijski strukturi je SEC januarja 2002 sprejel določilo, da mora biti večina članov v nadzornem svetu vzajemnih skladov neodvisnih od investicijskih svetovalcev (DZU) in izvajalcev distribucije vzajemnih skladov (principal underwriter).

---

<sup>18</sup> Vzajemni sklad gre v ustanovitev DZU zgolj zaradi administrativnih ugodnosti (Bogle, 1999, str. 377).

<sup>19</sup> Morningstar Inc. s sedežem v Chicagu je družba, ki se ukvarja z raziskovanjem naložbenih možnosti. Znana je po svojih objektivnih analizah in raziskavah delnic, vzajemnih skladov, ETF-jev, zaprtih investicijskih skladov, itd. Je najpomembnejši neodvisni ocenjevalec vzajemnih skladov na svetu in zanesljiv vir informacij posameznikom, finančnim svetovalcem in institucijam pri njihovih investicijskih odločitvah, kakor tudi medijem, ki poročajo o spremembah na raznih finančnih trgih.



Pri obeh organizacijskih oblikah vzajemnih skladov sodelujejo še naslednji subjekti: skrbnik, posredovalni zastopnik in prevzemnik prodaje delnic vzajemnega sklada.

Skrbnik (custodian) je običajno banka ali druga zaupanja vredna finančna institucija, ki mora biti neodvisna od vzajemnega sklada in DZU. Tako so vlagatelji v vzajemni sklad zaščiteni pred morebitno krajo njihovih prihrankov s strani DZU. Skrbnik hrani celotno premoženje sklada (delnice, obveznice in denarna sredstva) na posebnem računu, ki je ločen od ostalega premoženja banke. To je ena izmed pomembnejših zahtev SEC, saj želi zaščititi vlagatelje pred tveganjem, da bi banka uporabljala njihove prihranke za svoj račun. Skrbnik opravlja poravnavo vseh nakupnih in prodajnih transakcij za vzajemni sklad, za kar prejema tudi ustrezno provizijo. Pristojnost investicijskega svetovalca je torej omejena »zgolj« na izdajanje naročil za prodajo ali nakup določenih vrednostnih papirjev v imenu vzajemnega sklada oziroma njegovih vlagateljev.

Posredovalni zastopnik (transfer agent) je najet s strani vzajemnega sklada, da vodi evidenco računov posameznih vlagateljev, skrbi za odkup in prodajo delnic vzajemnega sklada, dnevno izračunava VEP, izračunava in izplačuje dividende ter kapitalske dobičke, pripravlja izpiske stanj, informacije za davčne napovedi in druga obvestila ter jih pošilja vlagateljem. V vlogi posredovalnega zastopnika največkrat pojavljajo banke, nekatere družine skladov pa te naloge opravljajo kar same zase (Fredman, Wiles, 1998, str. 21).

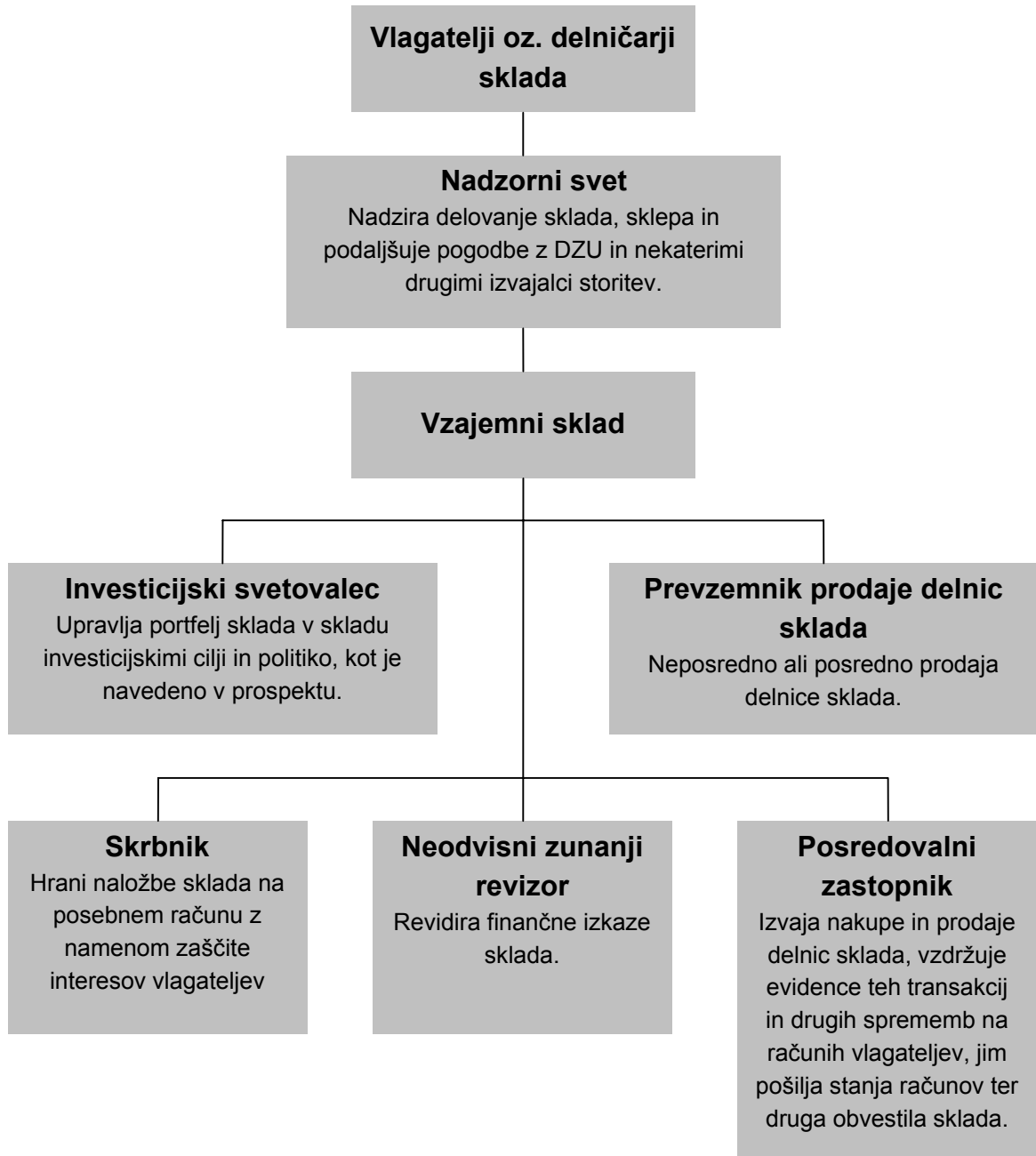
Kot prevzemnik prodaje delnic vzajemnega sklada (principal underwriter), ki organizira prodajo delnic vzajemnega sklada javnosti, se navadno pojavlja kar DZU ali njena podružnica. Prodajo delnic lahko organizira kot prodajalec na debelo ali pa jih vlagateljem prodaja neposredno. V prvem primeru se prodaja delnic vzajemnih skladov vrši preko različnih posrednikov, kot so npr. borzni posredniki, supermarketi vzajemnih skladov, zavarovalni agenti, finančni svetovalci, včasih tudi banke.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Supermarketi vzajemnih skladov organizirajo dostop do velikega števila vzajemnih skladov in so namenjeni vlagateljem, ki cenijo možnost nakupa različnih vrst vzajemnih skladov na enem mestu (one-stop-shop). Supermarketi vzajemnih skladov so v zadnjih letih postali popularni, med drugim tudi zaradi tega, ker omogočajo menjavo skladov brez vstopnih in izstopnih provizij, pa tudi vsi obrazci za davčno napoved imajo enako obliko ne glede na vrsto vzajemnega sklada, kar vlagatelj ne bi dobil, če bi investiral v vsak vzajemni sklad neposredno. Mnogo družin skladov je zaradi večje pestrosti v svojo ponudbo začelo vključevati tudi sklade iz konkurenčnih družin. Pri nas imamo dva supermarketi vzajemnih skladov, ki sicer ne pripadata nobenemu slovenskemu vzajemnemu skladu, zato pa ponujata vpisovanje točk v vse naše sklade. Več o njiju lahko najdete na njunih spletnih straneh [www.vzajemci.com](http://www.vzajemci.com) in [www.skladi.com](http://www.skladi.com).

Vse subjekte, ki nastopajo v strukturi vzajemnega sklada, skupaj z opisom njihovih najpomembnejših funkcij povzemamo v sliki 2.

Slika 2: Organizacijska struktura vzajemnega sklada



Vir: A Guide to Understanding Mutual Funds, 2000, str. 16.

### 2.2.6 Stroški vzajemnih skladov

Pri izbiri vzajemnih skladov, v katere bi posameznik želel vložiti svoje prihranke, so stroški sklada edini izmed dejavnikov, ki vplivajo na prihodnjo donosnost naložbe in katerih višina je znana že vnaprej. Vzajemni skladi morajo vlagateljem

jasno predstaviti vse provizije in stroške v standardizirani tabeli provizij, ki jo je kot obvezen sestavni del prospekta predpisal SEC v letu 1988.<sup>21</sup> Tabela razkriva provizije in stroške, ki jih vlagatelji lahko pričakujejo ob in po nakupu točk vzajemnih skladov ter jim omogoča, da s standardiziranim primerom vpliva stroškov na investicijo v višini 10.000 USD zlahka primerjajo stroške investiranja med posameznimi skladi.

V splošnem stroške vlaganja v sklade delimo na provizije, ki jih vlagatelj plača neposredno (shareholder fees) in na letne operativne stroške (annual fund operating expenses), ki si jih upravljavec odšteje od čiste letne vrednosti sredstev sklada, kar pomeni, da jih vlagatelj poravnava posredno.

Provizije, ki jih vlagatelj v ZDA poravnava neposredno so:

- **Prodajna provizija** (sales charge), ki jo skladi lahko zaračunavajo ob vsakem nakupu (vstopna provizija) ali prodaji njihovih točk (izstopna provizija). *Vstopno provizijo* (front-end load) plača vlagatelj ob nakupu točk vzajemnega sklada in je namenjena pokritju stroškov svetovanja s strani DZU ali drugega svetovalca, ki mu pomaga pri odločitvi o izbiri ustreznega sklada. Vstopne provizije ne smejo presegati 8,5%, v praksi pa navadno znašajo med 3% in 5,75% vrednosti investiranih sredstev (Benz, Di Teresa, Kinnel, 2003, str. 49).<sup>22</sup> *Izstopno provizijo* (back-end load), imenovano tudi odložena prodajna provizija (contingent deferred sales charge), skladi zaračunajo, kadar želijo preprečiti špekulativne nakupe njihovih točk. Nekateri skladi poskušajo stimulirati dolgoročno varčevanje tako, da izstopno provizijo vsako leto investiranja znižajo za eno odstotno točko, po petih do sedmih letih pa celo ukinejo. Izstopne provizije navadno ne presežejo 6% od prodajne vrednosti točke sklada. Prodajnih provizij na reinvestirane dividende in kapitalske dobičke večina skladov ne zaračunava.
- **Odkupna provizija** (redemption fee) je provizija, ki je namenjena pokrivanju drugih neprodajnih stroškov, povezanih z odkupom točk sklada. Za razliko od izstopne provizije, gre odkupna provizija izključno DZU in ne

---

<sup>21</sup> Primer tabele provizij podajamo v Prilogi 2 in sicer za vzajemni sklad Magellan iz družine skladov Fidelity.

<sup>22</sup> To pomeni, da se vlagatelju število točk sklada določi tako, da se od 97 do 94,25% vloženih sredstev deli z VEP tistega dne. Omejitev vstopne provizije na 8,5% velja za sklade, ki ne zaračunavajo »12b-1« provizij (razložene so na naslednji strani), sicer veljajo nižji dovoljeni maksimumi. Tako je v letu 2001 povprečna maksimalna vstopna provizija za delniške sklade znašala 5,2%, za obvezniške pa 4,2%. Zaradi delnih ali popolnih oprostitev plačevanja vstopnih provizij pri večjih investicijah je dejansko povprečna vstopna provizija za sklade, ki vlagajo v dolgoročne vrednostne papirje, znašala le 1,1% (Reid, Rea, 2003, str. 14-16). To pomeni, da povprečni individualni vlagatelji v primerjavi z institucionalnimi oziroma zelo bogatimi individualnimi vlagatelji plačujejo približno štiri do petkrat višjo vstopno provizijo.

posredniku, ki pomaga pri prodaji točk sklada. Običajno ne preseže 1% čiste vrednosti sredstev sklada in se z dobo varčevanja v skladu ne znižuje, lahko pa je izražen tudi v fiksnem dolarskem znesku.<sup>23</sup>

- **Menjalna provizija** (exchange fee) se plačuje pri prenosu vloženih sredstev iz enega v drug(e) sklad(e) znotraj iste družine skladov.
- **Letna provizija za vodenje računov** (annual account maintenance fee) je provizija, ki jo zaračunavajo nekateri skladi, da pokrivajo stroške vodenja računov strank z nizkim stanjem vloženih sredstev.

Poleg navedenih provizij skladi periodično zaračunavajo še operativne stroške, izražene v odstotkih glede na sredstva v upravljanju in sicer:

- **Upravljavsko provizijo** (management fee) zaračunava DZU oziroma investicijski svetovalec za upravljanje portfelja vrednostnih papirjev sklada in izvajanje, s tem povezanih storitev. Običajno niha med 0,2% in 1% od čiste letne vrednosti sredstev v upravljanju. Nekateri skladi del upravljavske provizije vežejo na uspešnost poslovanja sklada, tako da DZU ni stimulirana le s povečevanjem sredstev v upravljanju, ampak tudi z ustvarjanjem nadpovprečne donosnosti.<sup>24</sup>
- **Distribucijska (12b-1) provizija** (distribution (12b-1) fee) izhaja iz pravila »12b-1«, ki ga je leta 1980 uvedel SEC. To pravilo omogoča zaračunavanje posebne provizije, ki je namenjena za pokrivanje stroškov prodaje, trženja in distribucije sklada. To provizijo lahko DZU zaračunava skladu namesto ali kot dodatek k vstopni proviziji, da z njimi poravna posrednike pri prodaji točk sklada. Konec leta 1998 je dve tretjini vseh skladov v ZDA zaračunavalo distribucijsko provizijo, ki je v povprečju znašala 0,40%.<sup>25</sup> Zakonsko je višina le-te omejena na 1% povprečne čiste vrednosti premoženja sklada na leto.<sup>26</sup>

---

<sup>23</sup> Pri odkupu delnic sklada se lahko vlagatelji odločijo, da se jim sredstva nakaže na bančni račun ter pri tem plačajo fiksno provizijo. Tako npr. Vanguard Wellington vzajemni sklad, ki sodi med sklade, ki naj bi posloval na stroškovni ravni, zaračunava za nakazila, ki so manjša od 5.000 USD fiksno provizijo v višini 5 USD (Vanguard Wellington Fund Prospectus, 2003, str. 21).

<sup>24</sup> Fidelity Magellan sklad mesečno plačuje DZU osnovno upravljavsko provizijo, ki se lahko zviša ali zniža za 0,2 odstotne točke glede na nadpovprečno donosnost v zadnjih treh letih v primerjavi z indeksom S&P 500. Osnovna upravljavska provizija je za fiskalno leto, ki se je končalo 31. marca 2003, znašala 0,58%, po prilagoditvi za uspešnost poslovanja pa je upravljavska provizija znašala 0,56% (Fidelity Magellan Fund Prospectus, 2003, str. 18).

<sup>25</sup> Skladi v ZDA so začeli s pridom izkoriščati novo možnost zaslužka. Od leta 1980 do 1998 se je število skladov podeseterilo, vrednost sredstev v upravljanju se je podvajseterilo (na 5.100 mrd USD), delež skladov, ki so uporabljali »12b-1« provizijo, pa se je potrideseteril in kot rezultat tega je njena višina skokovito naraščala (Bogle, 1999, str. 337).

<sup>26</sup> Za prodajo točk skladov se lahko na letni ravni zaračuna provizija največ v višini 0,75%, vendar se lahko dodatnih 0,25% premoženja sklada nameni za osebne storitve in/ali vodenje računov.

- **Administrativni in drugi operativni stroški** zajemajo provizije, ki jih upravljavec odšteje od premoženja sklada za plačilo posredovalnega zastopnika, skrbnika, letne revizije, sejin članom nadzornega sveta, različnih lokalnih in zveznih taks, pripravo ter pošiljanje poročil vlagateljem, ipd.

Institucionalni in drugi večji vlagatelji plačujejo nižje stroške praktično pri vseh oblikah provizij, njihova višina pa se znižuje z večanjem vrednosti naložbe oziroma večanjem pogajalske moči vlagatelja.<sup>27</sup>

Skupno vse operativne stroške skladi predstavijo v **koeficientu stroškov** (expense ratio). Koeficient stroškov je razmerje med vsemi operativnimi stroški in povprečno čisto vrednostjo sredstev v upravljanju. Predstavlja odstotni delež povprečne čiste vrednosti sredstev, ki ga sklad v določenem obdobju (meseču, četrtletju, letu) porabi za plačilo upravljavskih in »12b-1« provizij ter administrativnih in drugih operativnih stroškov. Koeficient stroškov ne zajema borznoposredniških provizij, ki jih poravnava sklad pri prestrukturiranju svojega portfelja. Na slednje moramo biti pozorni pri primerjavi različne vrste skladov med seboj, saj imajo skladi z visokim obratom portfelja oziroma agresivnejšo politiko investiranja višje stroške transakcij od skladov z nizkim obratom portfelja in enak koeficient stroškov še zdaleč ne pomeni, da bodo čiste donosnosti skladov tudi enake.

Po uvedbi pravila »12b-1« so vzajemni skladi v ZDA začeli ponujati različne tipe oziroma razrede delnic (classes) istega sklada, ki so se razlikovali le v strukturi stroškov. Delnice razreda A so navadno delnice, pri katerih skladi zaračunavajo vstopno provizijo med 4% in 5%. Za delnice B razreda morajo vlagatelji plačati izstopno in »12b-1« provizijo, kar pomeni, da bo poročana donosnost delnic razreda A zaradi nezaračunavanja »12b-1« provizije višja od poročane donosnosti delnic razreda B, čeprav oba razreda izhajata iz identičnega portfelja vrednostnih papirjev.<sup>28</sup> Delnice razreda C nimajo ne vstopne ne izstopne provizije, zato pa

---

<sup>27</sup> Tako koeficient stroškov Vanguard Wellington sklada za vlagatelje z začetno investicijo nad 250.000 USD znaša 0,26%, medtem ko je za majhne vlagatelje (začetna investicija nad 3.000 USD oziroma nad 1.000 USD za individualne pokojninske račune) le-ta enak 0,36% na letni ravni (Vanguard Wellington Fund Prospectus, 2003, str. 3). Pri Fidelity Magellan skladu so vlagatelji z vložki do 249.999 USD morali plačati 3% vstopno provizijo, od 250.000 USD do 499.999 USD 2% in od 500.000 USD do 999.999 USD 1% provizijo, medtem ko so tisti z investicijo nad 1 mio USD vstopne provizije oproščeni (Fidelity Magellan Fund Prospectus, 2003, str. 19). Prakso popolne oprostitve plačevanja vstopne provizije pri investicijah nad 1 mio USD izvaja večina vseh vrst vzajemnih skladov v ZDA.

<sup>28</sup> Poročana donosnost delnic v prospektu ne vsebuje vpliva vstopnih in izstopnih provizij (loads), ki jih mora vlagatelj poravnati neposredno in dejansko zmanjšujejo čisto donosnost na vložena sredstva. Leta 2001 so imele delnice razreda B povprečnega delniškega sklada v ZDA koeficient

prinašajo višjo »12b-1« provizijo, ki je običajno, kar najvišja možna, t.j. 1% od čiste vrednosti sredstev na leto.<sup>29</sup> Nekateri DZU (npr. Merrill Lynch) so začele ponujati tudi delnice razreda D, ki vključujejo tako vstopno provizijo, kot skromno »12b-1« provizijo v višini 0,25% (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 113).

V zadnjem času obstaja trend vlaganja v vzajemne sklade, ki ne zaračunavajo vstopne in/ali izstopne provizije. Takšnim skladov pravimo tudi skladi brez provizij (no-load funds).<sup>30</sup> Naziv sklada brez provizij pomeni tudi, da ne smejo zaračunavati »12b-1« provizij višjih od 0,25%. To pomeni, da tovrstni skladi navadno prodajajo svoje delnice neposredno vlagateljem, za razliko od skladov s provizijami (load funds), ki se pri prodaji poslužujejo vseh vrst prodajnih poti (preko borznih posrednikov, bank, zavarovalnic, supermarketov vzajemnih skladov, ipd.). Težava pri teh je, da vsi vlagatelji plačujejo za stroške promocije in vzdrževanje distribucijske mreže (tudi konkurenčnih skladov) ne glede na to ali so v sklad vložili prihranke preko posrednikov ali pa so njegove delnice kupili neposredno od sklada. DZU zaenkrat še niso zainteresirane, da bi se odrekle provizijam, ki jih neupravičeno zaračunavajo vlagateljem, ki vlagajo neposredno v sklad in s tem ne povzročajo stroškov, ki jih morajo DZU poravnati posrednikom. Obstajajo tudi skladi z nizkimi provizijami (low-load funds), ki so se razvili iz skladov brez provizij, ker so hoteli povečati aktivnosti trženja sklada, kar se odraža v malo višjih »12b-1« provizijah in nižjih prodajnih provizijah, ki skupno ne presežejo 3,5%.

Skladi s provizijami niso ne bolj ne manj uspešni od skladov brez provizij, še posebej pri obvezniških in skladih denarnega trga. Zgolj dejstvo, da vlagatelji plačajo prodajno provizijo, še ne pomeni, da bodo dobili boljšo storitev ali višjo donosnost. Obstajata dva glavna razloga, zakaj bi vlagatelji vseeno želeli vlagati prihranke v sklade s provizijami. Prvič zato, ker potrebujejo nasvet pri izbiri ustreznih skladov ter pomoč pri spremljanju svojega portfelja naložb in drugič, ker želijo zaupati prihranke točno določenemu upravljavcu portfelja, ki vodi le sklad s provizijami. Sicer je bolje, da investirajo v sklade, ki ne zaračunavajo provizij (Fredman, Wiles, 1998, str. 26). Kadar želijo vlagatelji plačati za svetovanje posrednika pri nakupu vzajemnih skladov, lahko izbirajo med plačilom prodajne (običajno vstopne) in »12b-1« provizije. Odločitev o izbiri med vrsto provizije je povezana z načrtovano dobo varčevanja v skladih. Glede na to, da se vstopna provizija plača enkrat ob nakupu točk sklada, »12b-1« provizija pa vsako leto, je za kratkoročnega vlagatelja bolje pristati na slednjo, medtem ko bi dolgoročni

---

stroškov na letni ravni za 0,72 odstotnih točk večji od njegovih delnic razreda A (Reid, Rea, 2003, str. 18).

<sup>29</sup> Običajno zaračunavajo izstopno provizijo v višini 1%, vendar le za obdobje enega leta. To za dolgoročne vlagatelje pomeni, da je ob prodaji delnic skladov ne plačajo.

<sup>30</sup> Za drugačno razvrstitev skladov glej naslednje podpoglavje Vrste vzajemnih skladov.

vlagatelj moral preferirati enkratno vstopno provizijo. Včasih DZU z namenom pridobivanja novih vlagateljev hkrati s povečanjem aktivnosti oglaševanja za nekaj mesecev omejijo višino prodajnih in drugih provizij ali pa jih celo začasno ukinejo. Če si vlagatelji ne preberejo pozorno prospekta in/ali ne spremljajo kdaj so prednosti zmanjšanja provizij prenehale, se jim lahko kmalu zgodi, da jim provizije poberejo dobršen del ustvarjene donosnosti ali celo prinašajo izgubo, še posebej v primeru prodaj delnic sklada s strani bolj pozornih vlagateljev, ki skladu zmanjšujejo osnovo, od katere se obračunavajo relativno fiksni operativni stroški sklada, kot so stroški računovodstva, registracije sklada in plačila članom nadzornih svetov.

### **2.3 Vrste vzajemnih skladov**

Ena izmed bistvenih stvari, ki jih vsak vzajemni sklad navede v prospektu, je njegova investicijska politika, ki določa v kakšne vrste finančnih naložb bo sklad investiral in kakšnim tveganjem se bo pri tem izpostavljaj.<sup>31</sup> Nekateri skladi so oblikovani tako, da bi predstavljali substitut celotnemu portfelju, ki naj bi ga moral imeti posamezni vlagatelj, drugi so namenjeni le delni razpršitvi obstoječih portfeljev. Tretji svoj stil investiranja zelo omejijo, četrti zopet puščajo svojim upravljavcem proste roke pri izbiri naložb. Mnogi se ukvarjajo z aktivnim upravljanjem oziroma intenzivnim spreminjanjem portfelja, z namenom izkoristiti njihove sposobnosti analiziranja in predvidevanja naložb, ki naj bi v prihodnosti ustvarjale nadpovprečne donose. Na drugi strani so skladi, ki se ukvarjajo s pasivnim investiranjem in želijo portfelj oblikovati tako, da bo ustrezal določenim tipom vlagateljev.

Investiranje v različne vrste naložb (delnice, obveznice, nepremičnine, finančne naložbe denarnega trga) prinesejo investitorju večjo diverzifikacijo oziroma tveganju prilagojeno donosnost kot pa izbira najustreznejšega sklada znotraj posameznega tipa naložb.<sup>32</sup> Zato in zaradi tega, da bi ustregle različnim potrebam vlagateljev si vse večje družine skladov oziroma DZU prizadevajo pod eno streho združiti kar najširši možni asortiman skladov.<sup>33</sup> Pri tem imajo vlagatelji poleg nižjih stroškov in enostavnega prehoda med različnimi skladi koristi še od enotnega načina vodenja različnih evidenc ter računov.

---

<sup>31</sup> Pravimo tudi, da investicijska politika oziroma cilji investiranja vzajemnega sklada določajo njegov stil investiranja (investment style).

<sup>32</sup> V nadaljevanju bomo izraze vrste, tipi, razredi in skupine naložb uporabljali kot sinonime, s katerimi bomo poimenovali vse možne oblike premoženja oziroma naložb, v katere investirajo vzajemni skladi.

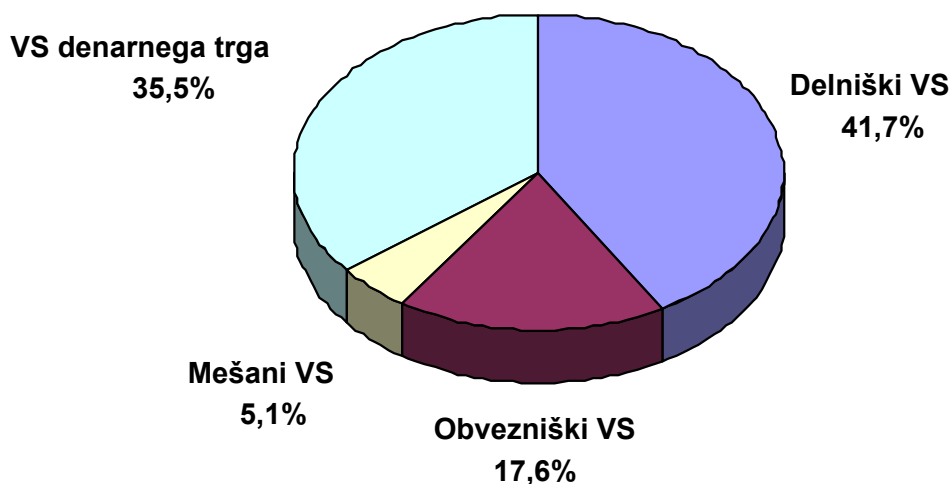
<sup>33</sup> Med najbolj znane družine skladov v ZDA sodijo Fidelity, Vanguard, Putnam, Dreyfus in T. Rowe Price.

Glede na to, da je bilo v ZDA ob koncu lanskega leta 8.256 vzajemnih skladov, imajo vlagatelji praktično neomejeno možnost izbire ustreznega sklada in si s tem ustvariti takšno mešanico glavnih vrst naložb, kot si jo sami tudi želijo. Vzajemne sklade glede na vrsto finančnih naložb, ki jih imajo v svojem portfelju delimo na štiri osnovne vrste in sicer na:

- **lastniške** ali **delniške** vzajemne sklade (equity mutual funds), ki pretežno vlagajo v lastniške vrednostne papirje oziroma delnice;<sup>34</sup>
- **dolžniške** ali **obvezniške** vzajemne sklade (bond mutual funds), ki pretežno vlagajo v dolžniške vrednostne papirje oziroma obveznice;<sup>35</sup>
- **mešani** vzajemni skladi (hybrid mutual funds), ki investirajo v kombinacijo delnic, obveznic in drugih vrednostnih papirjev;
- vzajemni skladi **denarnega trga** (money market mutual funds), ki investirajo vrednostne papirje denarnega trga oziroma v kratkoročne vrednostne papirje.

Priljubljenost posameznih osnovnih vrst vzajemnih skladov se iz leta v leto spreminja, odvisno od gibanja cen posameznih tipov naložb na finančnih trgih. Njihov pomen ob koncu lanskega leta lahko vidimo iz slike 3.<sup>36</sup>

Slika 3: Struktura vzajemnih skladov po osnovnih vrstah v ZDA ob koncu leta 2002



Vir: Mutual Fund Fact Book, 2003, str. 7.

<sup>34</sup> V ZDA delniške vzajemne sklade imenujejo tudi »stock mutual funds«.

<sup>35</sup> V ZDA jim pravijo tudi »fixed-income mutual funds«.

<sup>36</sup> Ob koncu leta 1999 je premoženje delniških skladov predstavljalo 59,0%, skladov denarnega trga 23,6%, obvezniških 11,8%, mešanih pa 5,6% vseh sredstev, ki so jih imeli v upravljanju odprti investicijski skladi v ZDA (A Guide to Mutual Funds, 2000, str. 2).



Vsaka izmed štirih osnovnih vrst skladov se še naprej deli na posamezne podvrste, katerih število se z razvojem industrije vzajemnih le še povečuje. Ameriško združenje investicijskih skladov (The Investment Company Institute) razvršča vzajemne sklade v 33 različnih kategorij glede na njihove investicijske cilje oziroma stile investiranja. Slednje povzemamo v tabeli 1.

Tabela 1: Vrste vzajemnih skladov

VZAJEMNI SKLADI			
DELNIŠKI	MEŠANI	OBVEZNIŠKI	DENARNEGA TRGA
<b>kapitalske rasti</b> agresivne rasti rasti panožni <b>skupne donosnosti</b> rasti in dohodka lastniško-dohodkovni <b>svetovni</b> globalni mednarodni regionalni porajajočih se trgov	uravnoteženi fleksibilnega portfelja dohodka alokacije sredstev	<b>OBDAVČENI</b> <b>podjetn. obveznic</b> splošni srednjeročni kratkoročni <b>visokodonosnih obv.</b> <b>svetovni</b> splošni globalni kratkoročni globalni drugi svetovni <b>državnih obveznic</b> splošni srednjeročni kratkoročni hipotekarnih obv. <b>strateško-dohodkovni</b>  <b>NEOBDAVČENI</b> <b>občinskih obveznic ene države</b> splošni kratkoročni <b>nacionalnih občinskih obveznic</b> splošni kratkoročni	<b>obdavčeni</b> državnih VP nedržavnih VP <b>neobdavčeni</b> nacionalno državno

Vir: Mutual Fund Fact Book, 2002, str. 8-11.

### 2.3.1 Delniški vzajemni skladi

Delniški vzajemni skladi so odprti investicijski skladi, ki zbrane prihranke vlagateljev primarno investirajo v lastniške vrednostne papirje. Pri tem dosegajo prihodke bodisi z izplačili iz naslova vrednostnih posedovanja vrednostnih papirjev (v obliki dividend pri delnicah in obresti pri obveznicah) bodisi s kapitalskimi dobički zaradi porasta cen delnic na sekundarnem trgu kapitala. Ne glede na to, da se cene delnic lahko že v kratkem obdobju hitro in dramatično spremenijo, pa zgodovinski podatki kažejo, da so bile na dolgi rok donosnejše od obveznic in instrumentov denarnega trga. Tako bi en dolar, ki bi ga od konca leta 1925 kontinuirano investirali v zakladne menice ob zaključku leta 1999 narasel na 15,41 USD oziroma za 64% povečal svojo kupno moč.<sup>37</sup> En dolar investiran v velike delniške družbe, ki jih v ZDA predstavlja borzni indeks S&P 500, bi narasel na 2.481,87 dolarjev oziroma za 263-krat presešel svojo kupno moč ob začetku leta 1926 in to navkljub temu, da je bilo v vmesnem obdobju veliko strmih padcev tečajev delnic in da pri izračunu reinvestiranja dividend ni bilo upoštevano (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 136-143). Kadar ocenjujemo določeno vrsto naložbe z vidika ohranjanja kupne moči v času, lahko ugotovimo, da so naložbe, ki so praktično netvegane v nominalnem smislu (npr. naložbe v instrumente denarnega trga), dejansko zelo tvegane v realnem smislu, medtem ko za ustrezno razpršen portfelj delnic velja ravno obratno.

Delniške vzajemne sklade Združenje investicijskih skladov v ZDA deli na (glej Tab. 1, na str. 27):

- sklade kapitalske rasti
- sklade skupne donosnosti in
- svetovne sklade.

#### 2.3.1.1 Delniški skladi kapitalske rasti

Več kot polovico sredstev delniških in dobro četrtino sredstev vseh vzajemnih skladov je konec lanskega leta upravljala skupina **delniških skladov kapitalske rasti** (capital appreciation funds). Zanje je značilno, da njihovi upravljavci stremijo po čim večji rasti kapitala v podjetjih, medtem ko so prihodki iz dividend drugotnega pomena. Med takšne sklade sodijo skladi agresivne rasti, skladi rasti in panožni skladi.

**Skladi agresivne rasti** (aggressive growth funds) investirajo primarno v navadne delnice majhnih in hitro rastočih podjetij (t.i. gazel). Upravljavci teh skladov se poslužujejo različnih bolj tveganih tehnik poslovanja (kupovanje vrednostnih papirjev na podlagi najetih kreditov, uporaba izvedenih finančnih instrumentov,

---

<sup>37</sup> Da bi v enakem obdobju dana naložba v višini enega USD ohranila svojo kupno moč, bi morala zrasti na 9,4 USD.

izposojanje in hkratno prodajanje delnic, itd.) z namenom izkoristiti potencial rasti, ki ga imajo manj znana, majhna podjetja, ki ne izplačujejo dividend, saj vsak dolar porabijo za financiranje svojih investicijskih priložnosti. Pri tem želijo upravljavci izkoristiti dvojni učinek, ki ga investiranje v gazele ponuja. Nadpovprečne donose želijo doseči prvič zaradi nadpovprečnih donosnosti gazel in drugič zaradi večje pripravljenosti ljudi, da plačujejo večjim in bolj prepoznavnim podjetjem več za en dolar ustvarjenega dobička kot pa podjetjem, ki so majhna ali neprepoznavna. Značilnost teh skladov je velika volatilitnost njihovih donosnosti in VEP, zato sodijo med najbolj tvegane izmed vseh vzajemnih skladov.

**Skladi rasti** (growth funds) nalagajo zbrane prihranke v že uveljavljena in znana podjetja, pri katerih pričakujejo hiter nadaljnji razvoj in nadpovprečno rast kapitala. Iščejo tudi takšna podjetja, ki imajo bistvene konkurenčne prednosti pred ostalimi v njihovi panogi.<sup>38</sup> Od vseh podjetij pa se pričakuje, da bodo dosegala nadpovprečne rezultate tudi v prihodnje, kar bo tudi vplivalo na nadpovprečno rast tečajev njihovih delnic. V primeru, da podjetja ne izpolnijo pričakovanj, lahko njihovi tečaji na trgu vrednostnih papirjev močno padejo, kar negativno vpliva na VEP skladov rasti. Ti skladi sodijo med bolj tvegane, vendar vseeno za manj kot skladi agresivne rasti, saj prvi v glavnem vlagajo v družbe, ki so se na trgu že izkazala. Ti skladi sodijo med najpopularnejše delniške vzajemne sklade v ZDA, tudi v času zniževanja cen delnic na kapitalskem trgu.<sup>39</sup>

**Panožni ali sektorski skladi** (sector funds) se osredotočajo na podjetja znotraj posameznih gospodarskih panog. Tako lahko npr. investirajo v telekomunikacije, žlahtne kovine, medicino, kemično industrijo, biotehnoška podjetja, pa tudi v bolj eksotične panoge, kot je aeronavtika. Panožni skladi omogočajo vlagateljem, da stavijo na določen sektor oziroma panogo, kadar mislijo, da bo doživela razcvet.<sup>40</sup> Zaradi skoncentriranosti na posamezno panogo lahko ti skladi ustvarjajo visoke donose ali izgube, odvisno od gospodarskega cikla, v katerem se njihova panoga nahaja.<sup>41</sup> Iz tega sledi, da so panožni skladi tudi bolj tvegani od večine drugih

---

<sup>38</sup> Primer takšnega podjetja v ZDA je korporacija Intel.

<sup>39</sup> Konec leta 1999 so skladi rasti imeli največji, 32% delež glede na sredstva v upravljanju izmed vseh delniških skladov. Navkljub zniževanju tečajev delnic na ameriškem trgu kapitala v zadnjih nekaj letih, so konec lanskega leta s 784,3 milijard USD vrednim premoženjem, še vedno imeli več kot 29% delež in zasedli drugo mesto med vsemi vrstami delniških skladov, takoj za skladi rasti in dohodka.

<sup>40</sup> Pri tem omogočajo razpršitev naložb znotraj izbrane panoge, ki jo posamezni vlagatelji z neposrednimi nakupi delnic družb v tej panogi težko dosežejo.

<sup>41</sup> Tako so v letu 1999 tehnološki skladi dosegli svoj vrh, s povprečno donosnostjo v višini 135%, v naslednjih treh letih pa ustvarjali le še izgubo. Po drugi strani, pa so nepremičninski skladi lani v povprečju povečali svoje VEP za slabih 4%, medtem ko se je tržni indeks S&P 500 znižal za skoraj 22%.

vzajemnih skladov.<sup>42</sup> To pa ne pomeni, da vlagatelji z njimi ne morejo še bolj diverzificirati svoj obstoječi portfelj in si zmanjšati njegovo volatilitnost. Za to so še posebej uporabni skladi žlahtnih kovin, saj se cene zlata nemalokrat gibljejo obratno od cen obveznic in delnic ter se uporabljajo za t.i. varno pribežališče v času padajočih tečajev na sekundarnem trgu kapitala.

### 2.3.1.2 *Delniški skladi skupne donosnosti*

Drugo najpomembnejšo skupino med delniškimi skladi z 32% deležem glede na ČVS predstavljajo **skladi skupne donosnosti** (total return funds). Ti skladi pri investiranju kombinirajo med tekočimi donosi iz naslova dividend in obresti ter donosi, ki jih dobijo iz kapitalskih dobičkov. Upravljavci poskušajo na eni strani doseči relativno stabilen vir prihodkov, donosnost pa izboljšujejo s kapitalskimi dobički, ki jih prinašajo rastoča in načeloma večja podjetja. Glede na preferenco upravljavca, ki izbira med tekočim gotovinskim dohodkom in kapitalskimi dobički, poznamo sklade rasti in dohodka na eni strani ter lastniško-dohodkovne sklade na drugi strani.

Bistveno bolj priljubljeni od obeh vrst so **skladi rasti in dohodka** (growth-and-income funds), saj je njihova agregatna ČVS ob koncu leta 2002 znašala 860,5 milijard USD, kar je predstavljalo preko 32% premoženja delniških skladov in dobrih 13% vseh vzajemnih skladov v ZDA.<sup>43</sup> Skladi rasti in dohodka v prvi vrsti investirajo v največja in dobro uveljavljena podjetja, ki imajo še precejšen potencial za kapitalsko rast, hkrati pa redno izplačujejo dividende.<sup>44</sup> To so t.i. »blue-chip« podjetja, ki so vključena v najpomembnejše delniške indekse v ZDA, kot sta Dow Jones Industrial Average (DJIA) in Standard & Poor's 500 Stocks Composite Index (S&P 500).<sup>45</sup> Ker so te družbe ene izmed najkakovostnejših na trgu, sodijo tudi te skladi med manj tvegane delniške vzajemne sklade.

---

<sup>42</sup> Zato se individualnim vlagateljem običajno priporoča, da nimajo več kot 5% svojega premoženja vezanega na specifično panogo. Takšen delež so imeli sektorski skladi med vsemi delniškimi ob koncu leta 1999, ki pa se je v naslednjih treh letih zmanjšal na 4,6%.

<sup>43</sup> Ob koncu 1999 leta sta deleža skladov rasti in dohodka v premoženju delniških in vseh vzajemnih skladov znašala 30% in 17,6%.

<sup>44</sup> Med bolj znana primera takšnih podjetij v ZDA sodita Coca Cola in General Electric.

<sup>45</sup> DJIA je najbolj znan pokazatelj uspešnosti sekundarnega trga lastniških vrednostnih papirjev v ZDA. Je delniški indeks Newyorške borze, ki ga izračunava ameriška družba Dow Jones & Co., ki hkrati izdaja tudi dnevnik Wall Street Journal (Clark, 2001, str. 81). Je povprečje cen tridesetih »blue-chip« podjetij iz različnih gospodarskih panog, ki naj bi skupno predstavljala celotno ameriško gospodarstvo. Za razliko od DJIA, ki je tehtano povprečje cen 30 delnic, pa S&P 500 predstavlja indeks 500 največjih ameriških delnic, tehtanih z njihovo tržno kapitalizacijo. S&P 500 v primerjavi z DJIA iz dveh razlogov bolje predstavlja gibanje cen delnic na trgu kapitala v ZDA. Prvič, ker je širši indeks, saj zajema 500 in ne le 30 delnic podjetij, ki naj bi predstavljala celotno ekonomijo ZDA. Drugič, ker pri izračunu povprečja kot uteži uporablja njihovo tržno vrednost in ne cen ter s tem bolje odraža vpliv, ki ga ima sprememba vrednosti določenega podjetja na spremembo vrednosti celotnega gospodarstva. DJIA daje največjo utež tistim delnicam, ki imajo

Upravljalci **lastniško-dohodkovnih skladov** (income-equity funds) izbirajo v glavnem naložbe, ki zagotavljajo reden in konstanten gotovinski dohodek v obliki dividend in obresti. Doseganje kapitalske rasti je za njih sekundarnega pomena. Poleg delnic z visokim dividendnim donosom jih zanimajo še prednostne delnice, obveznice ter različni zamenljivi vrednostni papirji. Osredotočajo se na industrijska in finančna podjetja ter podjetja, ki izkoriščajo naravna bogastva (npr. nafto). V teh bolj zrelih panogah nemalokrat iščejo tista podjetja, ki so na trgu začasno nepriljubljena in zato ponujajo višje dividendne donose. Čeprav so ti skladi od vseh delniških skladov najmanj tvegani, pa so ob koncu lanskega leta imeli le 4% tržni delež med delniškimi in 1,7% delež med vsemi vzajemnimi skladi. Razlog za manjšo priljubljenost teh skladov je morda tudi v tem, da so po občutljivosti na spremembe obrestnih mer precej podobni obvezniškemu skladu.<sup>46</sup> Bolj konservativni vlagatelji naj bi se zato raje odločali kar za obvezniške sklade. Pred kratkim je ameriški kongres na predlog predsednika Busha sprejel znižanje obdavčitev kapitalskih dobičkov in dividend, za katere vsaj v obdobju naslednjih petih let velja enotna davčna stopnja v višini 15% (Culloton, 2003), kar bo verjetno povečalo priljubljenost skladov, ki dajejo relativno večji poudarek tekočim dohodkom iz naslova dividend in obresti v primerjavi s kapitalskimi dobički.<sup>47</sup>

### 2.3.1.3 Svetovni delniški skladi

Glede na to, da večina delniških družb kotira na borzah izven ZDA, je normalno, da so se že relativno hitro (leta 1955) razvili tudi skladi, ki delno ali izključno investirajo na tujih trgih.<sup>48</sup> Tem skladom pravimo **svetovni delniški skladi** (world equity funds) in izkoriščajo dejstvo, da se posamezne ekonomije sveta gibljejo v različnih gospodarskih ciklih, z različno dolgimi obdobji rasti in upadanja gospodarstva, ki se na globalni ravni med seboj izenačujejo. Svetovni delniški skladi ponujajo možnost geografske razpršitve portfelja, ki še dodatno zmanjšuje spremenljivost njegove donosnosti v času. Poleg prednosti pa ti skladi prinašajo

---

tudi najvišjo ceno, čeprav njihova tržna vrednost sploh ni tako velika. Tako ima npr. podjetje Minnesota Mining v indeksu DJIA s 4,3% bistveno večji delež kot precej večje podjetje Microsoft, katerega delež znaša le 3,6% (Kleindienst, 2001, str. 462). S&P 500 kaže spremembo vrednosti portfelja, sestavljenega iz 500 največjih ameriških podjetij, DJIA pa spremembo vrednosti portfelja, sestavljenega iz ene (oziroma enakega števila) delnice vsakega izmed 30 »blue-chip« podjetij.

<sup>46</sup> Kadar se obrestne mere zvišajo, se običajno znižajo tudi cene delnic, ki izplačujejo visoke dividende, da njihovi dividendni donosi ostanejo konkurenčni obrestnim prihodkom dolgoročnih obveznic.

<sup>47</sup> Tekoči dohodki so bili pred tem obdavčeni kot normalni prihodki, katerih davčna stopnja je bila odvisna od davčnega razreda, v katerem se je nahajal davčni zavezanec, medtem ko je za kapitalske dobičke veljala nižja davčna stopnja v višini 20%. V ZDA najvišja davčna stopnja za normalne prihodke znaša 39,6% (Fredman, Wiles, 1998, str. 310).

<sup>48</sup> Konec aprila letos je skupna tržna kapitalizacija delniških družb, ki kotirajo na vseh organiziranih trgih kapitala v ZDA predstavljala 48% celotne svetovne tržne kapitalizacije. Po podatkih Svetovne zveze borz je slednja konec aprila 2003 znašala 23.620 milijard USD (Focus, 2003, str. 42).

tudi dodatna tveganja, kot so tveganje spremembe deviznega tečaja, deželno tveganje in tveganja, povezana s slabšo razvitostjo trga vrednostnih papirjev, katerih rezultat je največkrat slaba likvidnost na teh trgih. Vlagatelji in upravljalci teh skladov morajo biti posebno pozorni zlasti na spremembe deviznega tečaja, saj lahko le-ta povsem izniči učinek višje donosnosti, dosežene z naložbami v tujini. Po drugi strani pa lahko v času nižje rasti tečajev delnic v tujini izboljša njihovo donosnost, merjeno v lokalni valuti. V ZDA obstajajo naslednje štiri vrste svetovnih delniških skladov: globalni, mednarodni, regionalni in skladi porajajočih se trgov. Vsi skupaj so konec leta 2002 upravljali dobrih 13% sredstev, ki so jih Američani vložili v delniške vzajemne sklade.<sup>49</sup>

Izmed štirih vrst svetovnih skladov so najbolj raznolika skupina **globalni delniški skladi** (global equity funds). Ti skladi lahko investirajo v katerokoli regijo na svetu, čeprav se največkrat osredotočajo na najbolj razvite trge kapitala. Zaradi tega so ti skladi običajno tudi najmanj tvegani od vseh skupin svetovnih skladov. Po drugi strani pa vlagateljem, ki že sicer vlagajo na razvitih trgih kapitala, ne omogočajo bistvenih koristi, povezanih z dodatno razpršitvijo njihovega osnovnega portfelja.<sup>50</sup> Kljub temu so ob koncu lanskega leta upravljali skoraj štiri desetine premoženja vseh svetovnih delniških skladov oziroma dobro dvajsetino sredstev vseh delniških skladov v ZDA.

Najpopularnejša skupina svetovnih skladov, ki upravlja preko 51% njihovega premoženja oziroma ima skoraj 7% delež med vsemi delniškimi skladi v ZDA, so **mednarodni delniški skladi** (international equity funds). Za njih je značilno, da večino zbranih sredstev investirajo v delniške družbe, ki imajo sedež izven ZDA. Zato lahko vlagatelji, ki imajo večino svojega premoženja vezanega na ZDA, z nakupi točk teh skladov najbolje izkoristijo vse prednosti, ki jih omogoča mednarodna razpršitev premoženja. Mednarodni skladi predstavljajo lahko relativno varne do dokaj tvegane naložbe, odvisno od značilnosti regij oziroma držav, ki so jih upravljalci izbrali za investiranje prihrankov.<sup>51</sup> Upravljalci se lahko

---

<sup>49</sup> Ta delež je med vsemi vzajemnimi skladi v ZDA znašal 5,6% (Mutual Fund Fact Book, 2003, str. 64, 68).

<sup>50</sup> Tipičen primer globalnega sklada je npr. sklad Dreyfus Founders Worldwide Growth, ki ima kar 59,9% premoženja investiranega na severnoameriških trgih kapitala, 27,5% pa v Veliki Britaniji in drugih zahodnoevropskih državah. Ameriški vlagatelji zato z nakupom njegovih točk ne morejo pomembneje zmanjšati tveganj oziroma odvisnosti njihovega portfelja od domačega trga kapitala.

<sup>51</sup> Dokaj nasprotna mednarodna sklada sta npr. Fidelity Diversified International in Templeton Foreign. Prvi ima premoženje razpršeno v več kot 30 različnih državah, od katerih je precej v Evropi, drugi pa je zelo izpostavljen najbolj volatilnim regijam sveta, s 23% deležem v državah Pacifiškega bazena, kot so Tajska, Južna Koreja in Hong Kong. V te regije povprečni mednarodni sklad investira samo 6,6% svojega celotnega premoženja. Stava na Pacifiški bazen se je skladu Templeton Foreign v letu 2002 izplačala, saj je po donosnosti presegel več kot 90% primerljivih skladov.

namesto iskanja najhitreje rastočih držav (regij) v prihodnosti, odločijo tudi za iskanje najbolj obetavnih podjetij, ne glede na to, iz katere države (regije) prihajajo oziroma v katerih državah (regijah) poslujejo. V vsakem primeru je za vlagatelje v mednarodne sklade priporočljivo, da izberejo ustrezno razpršen sklad, ki ni preveč odvisen od posamezne regije (države). V nasprotnem primeru morajo stalno preverjati upravljavca, ali mu uspeva pravočasno oziroma z dobičkom prenašati kapital iz ene v drugo regijo.

**Regionalni delniški skladi** (regional equity funds) so skladi, ki investirajo v podjetja iz točno določenih delov sveta. Upravljavci si za ciljno geografsko področje lahko izberejo posamezno regijo ali državo. Pri skladih, ki investirajo v določeno regijo je dobro vedeti, v katere države znotraj regije sklad investira in kakšna je njihova teža v celotnem portfelju. Tako npr. nekateri azijski skladi v svoj portfelj vključujejo Japonsko, medtem ko drugi ne. Takšna omejitev ciljnega področja investiranja povečuje volatilitnost oziroma tveganje teh skladov. To še posebej velja za sklade, ki investirajo v eno izmed držav, ki sodijo med porajajoče se trge kapitala, saj se pri njih tako rast BDP kot tudi devizni tečajji najhitreje spreminjajo. Zato so tovrstni skladi primerni le za najbolj sofisticirane vlagatelje oziroma tiste, ki bi radi malenkostno začinili svoj portfelj finančnega premoženja. V skladu s tveganostjo regionalnih skladov je tudi njihov razmeroma majhen delež med vsemi delniškimi skladi, ki v ZDA znaša 0,8%.<sup>52</sup>

**Skladi porajajočih se trgov** (emerging market funds) so specializirani za investiranje v podjetja iz razvijajočih se regij sveta. Trgi kapitala v Latinski Ameriki, vzhodni Evropi in jugovzhodni Aziji ponujajo bistveno večji potencial za rast investiranih sredstev, vendar ob precej večjem tveganju v primerjavi z razvitimi finančnimi trgi. Nagnjenost ameriških vlagateljev k tem tveganjem kaže tudi dejstvo, da vzajemni skladi porajajočih se trgov upravljajo le 0,5% sredstev vseh delniških skladov v ZDA, medtem ko imajo porajajoči se trgi kapitala, med katere sodi tudi slovenski, skoraj 9% delež v svetu glede na tržno kapitalizacijo. Kljub temu pa lahko vlagatelji iz razvitih držav z nakupi točk skladov porajajočih se trgov učinkovito zmanjšajo tveganost njihovega celotnega portfelja. Pri tem lahko

---

<sup>52</sup> Le-ta je ob koncu leta 1999 znašal 1,3%, kar kaže na to, da vlagatelji v času splošnega zniževanja cen delnic na svetovnih borzah najprej prodajajo delnice najbolj tveganih delniških skladov, kot so regionalni skladi oziroma da se VEP teh skladov najhitreje znižuje. VEP se hitreje znižuje zato, ker morajo upravljavci za zagotavljanje denarnih sredstev za izplačilo vlagateljev prodajati delnice na slabo likvidnih trgih kapitala. Pri tem običajno najprej prodajajo najbolj kakovostne in najbolj likvidne delnice, saj pri teh utrpijo najmanjše izgube v primeru hitrih prodaj ali prodaj v večjih količinah. V primeru trajnejšega obdobja zniževanja tečajev delnic so prisiljeni prodajati tudi manj likvidne delnice in to z večjim diskontom, kar pospešeno vpliva na zniževanje VEP. Zniževanje VEP povratno vpliva na vlagatelje, ki še hitreje prodajajo točke skladov in ponovno ustvarjajo pritisk na prodajo naložb le-teh, kar lahko v skrajnem primeru privede do stečaja vzajemnega sklada.

dosežejo tudi višjo donosnost, še posebej v obdobjih zniževanja tečajev delnic na domačem trgu. Tako se je vrednost premoženja skladom porajajočih se trgov v letu 2002 zmanjšala za 5,9%, kar je bistveno manj kot povprečnemu domačemu portfelju v ZDA, ki je v enakem obdobju izgubil 20,5% svoje vrednosti. Glede na to, da se letna donosnost skladov porajajočih se trgov v času hitreje in intenzivneje spreminja kot pri drugih vrstah vzajemnih skladov, so priporočljivi zlasti za dolgoročne vlagatelje.

### **2.3.2 Mešani vzajemni skladi**

Mešani vzajemni skladi so skladi, ki zbrana sredstva investirajo v mešanico lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev, instrumentov denarnega trga ter izvedenih finančnih instrumentov. Ker razporejajo premoženje v različne razrede vrednostnih papirjev, katerih tveganja se nemalokrat med seboj izničujejo, so posebej primerni za tiste vlagatelje, ki bi radi prihranke vložili le v en sklad ali sklad, katerega premoženje je čim bolj podobno tržnemu. Zaradi manjše tveganosti so primerni tudi za začetnike pri investiranju na finančnih trgih. Poznamo naslednje štiri vrste mešanih skladov (glej Tab. 1, na str. 20): uravnotežene, fleksibilnega portfelja, dohodkovno-mešane in sklade alokacije sredstev.

#### *2.3.2.1 Uravnoteženi skladi*

Dobro polovico vseh sredstev mešanih skladov upravljajo **uravnoteženi skladi** (balanced funds), ki investirajo v mešanico delnic in obveznic. Pri tem zasledujejo tri cilje: ohranjanje začetnega vložka ali glavnice, ustvarjanje tekočega dohodka in doseganje dolgoročne rasti tako glavnice kot tudi dohodkov. Ustvarjeni so za vlagatelje, ki cenijo enostaven pristop k investiranju in želijo z enkratnim nakupom opraviti z investiranjem na trgih vrednostnih papirjev. Njihovi upravljavci določijo ciljni delež posameznih razredih naložb, ki ga tekom poslovanja tudi vzdržujejo. Uravnoteženi skladi običajno preferirajo delnice v primerjavi z obveznicami v razmerju 60:40, vendar kar nekaj skladov od tega razmerja odstopa bodisi v eno ali drugo stran. V splošnem uravnoteženi skladi ves čas poslovanja držijo vsaj četrtino sredstev v državnih in podjetniških obveznicah z investicijskim ratingom ter četrtino v delnicah najkakovostnejših »blue-chip« podjetij, donosnost pa poskušajo izboljševati z investiranjem v delnice majhnih podjetij, tuje vrednostne papirje in obveznice z daljšim trajanjem.<sup>53</sup> Ti skladi so primerni za vlagatelje, ki

---

<sup>53</sup> Trajanje (duration) je tehtani povprečni čas do zapadlosti dane naložbe (obveznosti), pri čemer za uteži vzamemo relativne sedanje vrednosti njenih denarnih tokov (Klemkosky, 1995, str. 13). Je mera občutljivosti vrednosti obveznic na spremembe obrestne mere in nam kaže povprečno število let, ki jih potrebujemo, da nam naložba v obveznico povrne začetno investicijo ob upoštevanju diskontiranih denarnih tokov (Sundaresan, 2002, str. 145). Trajanje je enako številu let do zapadlosti obveznice le pri brezkuponskih obveznicah, pri vseh ostalih pa je trajanje manjše od števila let do zapadlosti. Daljše kot je trajanje, bolj je cena obveznice občutljiva na spremembe



šele začenjajo z investiranjem in si želijo bolj varnih naložb, saj ponujajo odlično razpršitev tveganja in zmerno pričakovano donosnost.

### 2.3.2.2 Skladi fleksibilnega portfelja

Druga najpomembnejša skupina mešanih skladov so **skladi fleksibilnega portfelja** (flexible-portfolio funds), ki vlagajo v navadne delnice, obveznice in druge dolžniške vrednostne papirje ter instrumente denarnega trga z namenom doseči čim višjo skupno donosnost, ki upošteva tako tekoče dohodke kot tudi kapitalske dobičke.<sup>54</sup> Upravljavci teh skladov lahko vse zbrane prihranke investirajo v le eno izmed naložbenih skupin, čeprav običajno kombinirajo med večimi. Delež, ki pripadajo izbranim tipom naložb in s tem tudi tveganost skladov določajo glede na predvidevanja o donosnosti posamezne skupine v prihodnosti. Ker upravljavci nimajo vnaprej določenih stalnih razmerij med vrstami naložb in jih pogosto tudi spreminjajo, so ti skladi najbolj tvegani od vseh mešanih skladov.

### 2.3.2.3 Mešani skladi dohodka

Podobno kot lastniško-dohodkovni skladi dajejo tudi **mešani skladi dohodka** (income-mixed funds) večji poudarek tekočim dohodkom, pri čemer slednji večji del sredstev investirajo v obveznice, prejšnji pa pretežno v navadne in prednostne delnice. Mešani skladi dohodka iščejo predvsem naložbe z visokimi gotovinskimi dohodki v obliki obresti in dividend, pri čemer jih kapitalski dobički praktično ne zanimajo. Zaradi tega so bolj zanimivi za vlagatelje iz nižjih davčnih razredov. V ZDA vlagatelji, ki investirajo v mešane sklade, dobrih 18% sredstev namenijo skladom dohodka.

### 2.3.2.4 Skladi alokacije sredstev

**Skladi alokacije sredstev** (asset allocation funds) vlagajo v vse glavne tipe naložb, kot so delnice, obveznice in instrumenti denarnega trga ter jim po želji dodajajo še na inflacijo manj občutljive vrednostne papirje, kot so delnice podjetij, ki izkoriščajo naravna bogastva (nafto, žlahtne kovine,...) ali vlagajo v nepremičnine. Tako kot skladi fleksibilnega portfelja tudi ti skladi želijo maksimirati skupno donosnost, s to razliko, da morajo v prospektu jasno opredeliti določen razpon, ki naj bi pripadal posameznemu tipu naložb.<sup>55</sup> Zaradi tega imajo

---

obrestne mere, kar pomeni, da je obveznica bolj tvegana. Znižanje (zvišanje) tržne obrestne mere povzroči večji porast (padec) cen pri obveznicah z daljšim kot pa pri obveznicah s krajšim trajanjem. Trajanje je v primerjavi z rokom dospelosti (zapadlosti) boljši kazalec tveganja spremembe obrestne mere, ker poleg dospelosti obveznice upošteva tudi čas do dospelosti vseh njenih vmesnih denarnih tokov.

<sup>54</sup> Konec lanskega leta so ti skladi upravljali dobro petino vseh sredstev mešanih skladov.

<sup>55</sup> Tako ima sklad alokacije sredstev USAA Cornerstone Strategy določeno v prospektu, da lahko od 22% do 28% svojega premoženja investira v naslednje naložbene skupine: delnice ameriških

upravljavci skladov alokacije sredstev precej manj manevrskega prostora pri prerazporejanju sredstev iz ene v drugo naložbeno skupino. Večina upravljavcev si vnaprej določi dolgoročno normalno razporeditev premoženja med naložbene skupine, ki jo postopoma spreminjajo v odvisnosti od relativnih cen in tržnih napovedi za posamezne vrste naložb. Razlika med spodnjimi in zgornjimi dovoljenimi deleži posameznih vrst naložb ter upravljavčeva aktivnost pri razporejanju sredstev določata ali bodo skladi alokacije sredstev po tveganosti bolj primerljivi uravnoveženim ali skladom fleksibilnega portfelja. Zato morajo vlagatelji pozorno spremljati, kako hitro upravljavci prilagajajo portfelj in če ne skušajo le loviti minimalnih oziroma maksimalnih cen za nakup oziroma prodajo vrednostnih papirjev, kar običajno na dolgi rok bolj kot uspehe prinaša kapitalske izgube in transakcijske stroške.

### 2.3.3 Obvezniški vzajemni skladi

Vzajemni skladi, ki svoje premoženje primarno investirajo v dolžniške vrednostne papirje se imenujejo obvezniški. Njihov cilj je vlagateljem zagotavljati stalen in zanesljiv vir dohodka, ki temelji predvsem na obrestih in manj na kapitalških dobičkih. Čeprav so na dolgi rok naložbe v obvezniške sklade manj donosne od naložb v delniške, pa je prav redno mesečno izplačevanje dividend obvezniških skladov tisto, kar jih dela še posebej privlačne za upokojujence oziroma bolj konservativne vlagatelje. Ker so ti skladi manj volatilen od delniških, so primernejši zlasti za investiranje na srednji ali kratki rok. Poleg tega jih vlagatelji v delniške sklade običajno uporabljajo za stabiliziranje svojih portfeljev, saj se tečaj delnic in obveznic nemalokrat gibljejo v nasprotni smeri. Ker so razlike v donosnosti med različnimi vrstami obvezniških precej manjše kot pri delniških skladih, moramo biti pri investiranju v njih posebno pozorni na višino upravljavskih provizij, ki ne smejo biti previsoke, da ne izničijo prednosti posrednega vlaganja v obveznice. Le-to se v primerjavi z neposrednim vlaganjem v obveznice razlikuje v naslednjih treh elementih:

- obvezniški skladi nimajo roka zapadlosti in trajanja, ampak **povprečno zapadlost** in trajanje portfelja, saj upravljavci neprestano trgujejo z obveznicami različnih zapadlosti ter s tem vplivajo na donosnost premoženja;<sup>56</sup>
- pri obvezniških skladih precej težje predvidimo njihovo donosnost kot pri posameznih obveznicah;

---

podjetij, tuje podjetniške delnice, ameriške državne vrednostne papirje in nepremičnine. Poleg tega lahko do 10% vloži tudi v zlate palice ali delnice proizvajalcev zlata.

<sup>56</sup> Povprečna zapadlost portfelja je povprečje rokov zapadlosti vseh obveznic, ki so vključene v portfelj sklada. Analogno izračunamo tudi povprečno trajanje določenega obvezniškega sklada iz trajanja vseh obveznic, ki jih ima v svojem portfelju. Daljša kot je povprečna zapadlost oziroma trajanje sklada, bolj bosta premoženje in točka sklada občutljiva na spremembe tržne obrestne mere.

- dividende skladov niso stalne kot so obresti pri obveznicah, ampak se lahko zvišujejo ali znižujejo odvisno od spreminjanja tržne obrestne mere in/ali neto denarnih tokov, ki so posledica nakupov in prodaj točk skladov s strani vlagateljev.<sup>57</sup>

Obvezniški skladi se med seboj razlikujejo glede na **ročnost** obveznic v portfelju (kratkoročne z dospelostjo od 1 do 5 let, srednjeročne z dospelostjo od 5 do 10 let in dolgoročne z dospelostjo nad 10 leti),<sup>58</sup> **tip oziroma vrsto** (kuponske, brezkuponske, zavarovane, nezavarovane, tujih izdajateljcev,...), **kakovost izdajatelja** (netvegane državne in občinske, občinske in podjetniške z investicijskim ratingom, špekulativne občinske in podjetniške) ter **obdavčljivost** (neobdavčene na zvezni in/ali lokalni ravni, obdavčene). Od vseh lastnosti je najbolj kritična obdavčljivost, ki se razlikuje od države do države in je zato največkrat tudi prvi kriterij pri razvrščanju skladov. V nadaljevanju bomo predstavili delitev obvezniških skladov s strani Združenja investicijskih skladov v ZDA (glej Tab. 1, na str. 20).

### 2.3.3.1 Obdavčeni obvezniški skladi

V ZDA prevladujejo obdavčeni obvezniški skladi, saj so konec lanskega leta upravljali 797 milijard USD premoženja oziroma 71% vseh sredstev, ki so jih vlagatelji vložili v obvezniške sklade.

### **Skladi podjetniških obveznic** (corporate bond funds)

Upravljalci teh skladov želijo zagotavljati tekoči dohodek z investiranjem v visokokakovostne obveznice, izdane s strani ameriških podjetij, ki imajo kreditno oceno enako ali višjo od BBB (pri rating agencijah Standard and Poor's in Fitch IBCA) oziroma vsaj Baa (pri agenciji Moody's).<sup>59</sup> Tveganje zamude plačila obresti in glavnice je pri teh obveznicah zelo majhna, možnost neporavnave obveznosti iz tega naslova pa praktično zanemarljiva. Skladi podjetniških obveznic se glede na ročnost in s tem povezano tveganje delijo na splošne, srednjeročne in kratkoročne sklade. Med vsemi obvezniškimi skladi delež skladov podjetniških obveznic glede na sredstva v upravljanju znaša 16% (Mutual Fund Fact Book, 2003, str. 68).

<sup>57</sup> V obdobju zniževanja tržne obrestne mere lahko obvezniški skladi prenehajo z izplačevanjem dividend, vendar se hkrati zvišuje dohodek iz kapitalskih dobičkov, ker cene obveznic rastejo. Bolj kot donosnost sklada se spreminja struktura dohodkov, ki jih dobijo vlagatelji. Vlagatelji, ki želijo ohraniti redne gotovinske prilive, so tako prisiljeni prodati nekaj točk sklada in realizirati kapitalski dobiček.

<sup>58</sup> V primeru, da rok do dospelosti izrazimo s trajanjem, imajo kratkoročne obveznice trajanje v razponu od enega do štirih let, srednjeročne od petih do osmih let in dolgoročne od 9 do 12 let.

<sup>59</sup> Obveznicam s kreditno oceno višjo ali enako BBB oziroma Baa pravimo obveznice z investicijskim ratingom, medtem ko obveznicam z nižjo oceno pravimo obveznice brez investicijskega ratinga.

**Splošni skladi podjetniških obveznic** (general corporate bond funds) vsaj dve tretjini sredstev investirajo v delnice ameriških podjetij z investicijskim ratingom brez kakršnihkoli omejitev glede njihove dospelosti. Tako lahko vlagajo v podjetniške obveznice z več kot 30 letnim rokom do dospelja, čeprav so te razmeroma redke.

Pri **srednjeročnih skladih podjetniških obveznic** (intermediate-term corporate bond funds) dve tretjini ali več premoženja sestavljajo podjetniške obveznice s povprečno pet do desetletno zapadlostjo. Ti skladi želijo doseči visoko stopnjo tekočega dohodka pri manjši cenovni volatilitnosti kot jo prinašajo dolgoročnejsi obvezniški skladi. Od vseh treh skupin podjetniških skladov so ti najbolj priljubljeni.<sup>60</sup>

Med temi tremi skupinami skladov ima najmanjšo volatilitnost skupina **kratkoročnih skladov podjetniških obveznic** (short-term corporate bond funds), katerih portfelj je vsaj v dveh tretjinah sestavljen iz obveznic ameriških delniških družb in katerih povprečna zapadlost se giblje v razponu od enega do petih let. Preostalo tretjino premoženja upravljavci pri vseh vrstah skladov podjetniških obveznic navadno investirajo v državne obveznice, da bi s tem zmanjšali izpostavljenost portfeljev kreditnemu tveganju.

### **Skladi visokodonosnih obveznic** (high-yield bond funds)

To so skladi, ki vsaj dve tretjini zbranih prihrankov vložijo v obveznice brez investicijskega ratinga ali z najnižjo oceno, ki še sodi v investicijski rating (BBB oziroma Baa). Obveznicam brez investicijskega ratinga pravimo tudi visokotvegane obveznice (junk bonds), saj pri njih verjetnost neporavnave obveznosti eksponentno narašča s padanjem njihove kreditne ocene. Visokotvegane obveznice izdajajo bodisi podjetja, ki se jim je kreditna ocena poslabšala in so v preteklosti imeli investicijski rating bodisi nastajajoča podjetja, ki so v relativno slabem finančnem stanju. Donosnosti visokotveganih obveznic so nizko korelirane z donosnostmi drugih vrst obveznic tako v času rasti kot v času upadanja gospodarstva.<sup>61</sup> Druga prednost teh obveznic je v potencialno višjih

---

<sup>60</sup> Njihov delež med vsemi podjetniškimi skladi je konec leta 2002 znašal 45%. Njim so po priljubljenosti sledili kratkoročni podjetniški skladi s tretjinskim deležem, 22% sredstev podjetniških obvezniških skladov pa so upravljali splošni skladi.

<sup>61</sup> Za to obstajata dva razloga: 1.) v času gospodarske rasti so običajno tudi podjetja s slabimi kreditnimi ocenami sposobna tekoče poravnati svoje obveznosti. V primeru, da FED (Federal Reserve) zaostri monetarno politiko z dvigom obrestne mere, so najbolj prizadeti tečajni dolgoročni kakovostnih podjetniških in državnih obveznic, medtem ko lahko visoke vrednosti kuponov visokotveganih obveznic ublažijo padec njihovih cen. Visokotvegane obveznice so namreč manj občutljive na spremembe obrestne mere zaradi krajšega trajanja. 2.) v obdobju recesije cene

donosnostih v primerjavi z drugimi vrstami obveznic. Vlagatelji za naložbe v visokotvegane obveznice zahtevajo od 2 do 5 odstotnih točk višjo donosnost kot pri podjetniških obveznicah z najvišjo kreditno oceno (AAA).<sup>62</sup> Visokotvegane obveznice se obnašajo podobno kot delnice v tem, da so njihovi tečaji oziroma vrednosti odvisne od finančnega stanja izdajatelja, njegovih kvartalnih napovedi dobičkov ter drugih kazalcev, ki vplivajo na rast in uspešnost podjetja v prihodnje. Zaradi visokih tekočih dohodkov, ki jih prinašajo visokotvegane obveznice, pa so vseeno manj volatilne od delnic.<sup>63</sup> Zato so na dolgi rok naložbe v visokotvegane obveznice tudi manj donosne od naložb v delnice. Zaradi upadanja gospodarske rasti v ZDA v obdobju od 31.12.1999 do 31.12.2002 se je tržni delež med vsemi obvezniškimi skladi najbolj zmanjšal prav skladom visokodonosnih obveznic in sicer iz dobrih 14% na slabih 9%.<sup>64</sup>

### **Svetovni obvezniški skladi (world bond funds)**

Vrednost trga obveznic je v preteklih dveh desetletjih v povprečju rasla po 8% letni stopnji (Francis, Ibbotson, 2002, str. 561). Več kot polovico od 35.736 milijard USD vrednega globalnega trga dolžniških vrednostnih papirjev predstavljajo obveznice, katerih izdajatelji ne prihajajo iz ZDA, pri čemer njihov delež še narašča.<sup>65</sup> Pri tem 54% izdaj odpade na javni sektor, 30% na finančne institucije, preostalih 16% obveznic pa izdajo podjetja bodisi na mednarodnem bodisi na domačem trgu dolžniških vrednostnih papirjev (Mathieson, 2001, str. 222).<sup>66</sup>

---

državnih obveznic zaradi zniževanja obrestne mere naraščajo in s tem tudi njihova pretekla donosnost (donosnost do dospelja z naraščanjem cen obveznic pada), medtem ko se visokotveganim obveznicam poveča spremenljivost (volatilnost) njihovih tečajev. Le-ti se gibljejo v odvisnosti od pričakovanih vlagateljev glede zmožnosti poravnavanja obresti in glavnice s strani njihovih izdajateljev, pri čemer se vlagatelji v času recesije običajno odzivajo s prodajo najbolj tveganih in najslabše ocenjenih vrednostnih papirjev.

<sup>62</sup> V času recesije, ko visokotvegane obveznice niso najbolj priljubljene, se razlika med zahtevanimi donosnostmi precej poveča. Tako je proti koncu leta 1990 premija za višje tveganje narasla na okoli 10 odstotnih točk (Fredman, Wiles, 1998, str. 187). V obdobju od začetka januarja 2001 do konca februarja 2003 se je premija za tveganje investiranja v visokotvegane obveznice v primerjavi z Baa obveznicami gibala med 3,5 in 6,5 odstotnimi točkami, pri čemer je v februarju 2003 znašala okoli 5,5 odstotnih točk (Financial Market Trends, 2003, str. 16).

<sup>63</sup> Poleg tega so manj tvegane že zaradi lastnosti obveznic, da so njihovi imetniki v primeru stečaja podjetja poplačani pred njegovimi lastniki.

<sup>64</sup> Tržni delež se nanaša na delež v sredstvih vseh obvezniških skladov, ki jih upravljajo skladi visokodonosnih obveznic. Trg visokodonosnih obveznic je dosegel vrh v letu 1998, ko jih je bilo izdanih za 145 milijard USD, nato do leta 2000 upadel na manj kot 50 milijard USD in v letu 2001 zrasel na 95 milijard USD (Levinson, 2002, str. 87).

<sup>65</sup> Konec leta 2000 je bil globalni trg obveznic glede na sedež izdajatelja porazdeljen, tako da je izdajateljem iz ZDA pripadal 45,6% delež, iz Evrope 26,9%, iz Japonske 17,8%, izdajatelji iz preostalih držav pa so skupaj imeli 9,7% celotnega trga.

<sup>66</sup> Na domačih trgih se izda 83%, na mednarodnih pa zgolj 17% vseh obveznic, predvsem zaradi prevladujoče vloge javnega sektorja, ki se zadolžuje v glavnem v okviru domačega trga vrednostnih papirjev. Največji mednarodni trg obveznic je v Londonu, na katerem prevladujejo

Svetovni obvezniški skladi želijo doseči najvišji možni tekoči dohodek z investiranjem v dolžniške vrednostne papirje, ki jih izdajajo države, finančne institucije ali podjetja ter so na razpolago kjerkoli v svetu. Njihov delež glede na sredstva v upravljanju je med vsemi obvezniškimi skladi v ZDA najmanjši in znaša okoli 2%. Delijo se na splošne globalne, kratkoročne globalne in druge svetovne obvezniške sklade.

**Splošni globalni obvezniški skladi** (general global bond funds) investirajo v dolžniške vrednostne papirje kjerkoli v svetu s vsaj petletnim rokom do dospelja. Njihova investicijska politika mora upoštevati še omejitev, da več kot 25% sredstev ne investirajo v obveznice, ki so jih izdala ameriška podjetja. Ti skladi so s 63% deležem najbolj priljubljeni svetovni obvezniški skladi.<sup>67</sup>

Tako kot kratkoročni skladi podjetniških obveznic tudi **kratkoročni globalni obvezniški skladi** (short-term global bond funds) v glavnem investirajo sredstva v obveznice s povprečno zapadlostjo v razponu od enega do petih let, s to razliko, da več kot 25% sredstev ne investirajo v obveznice, ki so jih izdala ameriška podjetja.

Med **druge svetovne obvezniške sklade** (other world bond funds) sodijo še mednarodni obvezniški skladi (international bond funds) in obvezniški skladi porajajočih se trgov (emerging market bond funds). Za prve velja omejitev, da morajo vsaj dve tretjini portfelja vložiti v obveznice neameriških izdajateljev, za druge pa da investirajo v glavnem na trgih kapitala v nerazvitih regijah sveta, med katere do vstopa v Evropsko Unijo sodi tudi Slovenija. Drugi svetovni obvezniški skladi so primerni za vlaganje, kadar se vlagatelji želijo zavarovati pred padcem ameriškega dolarja, vendar ob pogoju, da upravljavci portfeljev teh skladov ne zavarujejo pred tveganjem spremembe deviznega tečaja. Dolgoročni vlagatelji večjo razpršitev portfelja dosežejo z investiranjem v mednarodne delniške sklade in delniške sklade porajajočih se trgov, saj se le-ti manj zavarujejo pred spremembami tečaja ameriškega dolarja, hkrati pa delnice v primerjavi z obveznicami na dolgi rok dosegajo višjo donosnost.

### **Skladi državnih obveznic** (government bond funds)

So skladi, ki vlagajo sredstva v državne obveznice, izdane s strani ZDA ali zavarovane z državnim poroštvom. V ZDA državne dolžniške vrednostne papirje (treasuries) različno imenujejo glede na njihovo ročnost. Tako so zakladne menice

---

zlasti evropske finančne institucije in podjetja, ki izkoriščajo njegovo infrastrukturo za trgovanje in dostop do široke baze vlagateljev, ki ga ponuja.

<sup>67</sup> Kratkoročni globalni obvezniški skladi so konec lanskega leta upravljali 15%, drugi svetovni pa 22% vseh sredstev svetovnih obvezniških skladov v ZDA po stanju na dan 31.12.2002.

(treasury bills) kratkoročni državni vrednostni papirji z enoletnim ali krajšim rokom do dospelja, zakladni zapisi (treasury notes) z 2 do manj kot 10 letnim, zakladne obveznice (treasury bonds) pa so državne obveznice z vsaj desetletnim rokom do zapadlosti.<sup>68</sup> Skupaj državne obveznice predstavljajo 21% ameriškega trga dolžniških vrednostnih papirjev. Da dobimo pravo sliko pomembnosti ponudbe dolžniških instrumentov s strani zvezne vlade ZDA, moramo k deležu državnih obveznic prišteti še 27% delež, ki ga imajo različne agencije, ki se zadolžujejo z državnim poroštvom.<sup>69</sup> Agencije, ki se poleg zvezne vlade največ zadolžujejo na ameriškem dolžniškem trgu, so »Fannie Mae« (The Federal National Mortgage Association), »Ginnie Mae« (The Government National Mortgage Organisation) in »Freddie Mac« (The Federal Home Loan Mortgage Corporation). Ukvarjajo se s subvencioniranjem lastništva nepremičnin v ZDA, tako da izdajajo obveznice z nizko nominalno obrestno mero, zbrana sredstva pa porabijo za odobravanje ugodnih hipotekarnih posojil prebivalcem in/ali za odkup njihovih obstoječih hipotek. S tem pritiskajo na vse ostale finančne posrednike, da znižajo obrestne mere za posojila, ki so zavarovana z nepremičninami. Poleg agencij, ki se ukvarjajo z neposrednim ali posrednim vlaganjem v nepremičnine, obstajajo tudi druge državne agencije, ki omogočajo ugodnejše refinanciranje obstoječih posojil za posebne namene, kot so »Sallie Mae« (The Student Loan Marketing Association) in kmetijske banke (Farm Credit Banks). Prva daje ugodna posojila študentom, druge pa kmetom in različnim kmetijskim združenjem.

Kot večina obvezniških skladov tudi skladi državnih obveznic iščejo čim višji tekoči dohodek ob minimalnem kreditnem tveganju. Upravljajo 21% vsega premoženja obvezniških skladov v ZDA in se delijo na splošne, srednjeročne, kratkoročne in sklade hipotekarnih obveznic.

**Splošni skladi državnih obveznic** (general government bond funds) imajo vsaj dve tretjini premoženja vloženega v državnih obveznicah oziroma v obveznicah državnih agencij, pri čemer nimajo nobenih omejitev glede njihove ročnosti. Tako je odločitev o povprečnem trajanju sklada prepuščena upravljavcu, ki ga spreminja v odvisnosti od tržnih pogojev in njegovega pogleda o najdonosnejših obveznicah v prihodnje.

---

<sup>68</sup> Zakladni zapisi in obveznice sodijo med kuponske obveznice, medtem ko se kratkoročne zakladne menice prodajajo z diskontom in so brezkuponske. Zakladne obveznice lahko vsebujejo možnost odpoklica s strani države, vendar le v petih letih pred njihovo zapadlostjo.

<sup>69</sup> Med razlogi, da so ZDA ustanovile posebne agencije, ki se lahko v imenu vlade zadolžujejo je tudi prikrivanje dejanske zadolženosti države, saj se njihovo zadolževanje ne pokaže v premoženjski bilanci zvezne vlade. Druge razvite države takšne prakse niti približno ne izvajajo v takšni meri (Francis, Ibbotson, 2002, str. 563-564). V letu 2002 so imele vse agencije z implicitnim jamstvom ZDA skupno izdanih obveznic v višini 1,9 bilijonov USD (Levinson, 2002, str. 63).

**Srednjeročni skladi državnih obveznic** (intermediate-term government bond funds) morajo dve tretjini ali več sredstev investirati v državne obveznice ali dolžniške vrednostne papirje z implicitnim državnim jamstvom (obveznice državnih agencij) ob pogoju, da je povprečna zapadlost portfelja znotraj razpona 5 do 10 let. Tudi za te sklade velja, da se povprečna zapadlost oziroma trajanje sklada lahko spreminja v odvisnosti od tržnih pogojev.

Podoben izbor dolžniških vrednostnih papirjev kot pri prejšnjih dveh skladih je na voljo tudi upravljavcem **kratkoročnih skladov državnih obveznic** (short-term government bond funds), s to razliko, da morajo povprečno zapadlost sklada držati znotraj razpona 1 do 5 let.

Najbolj priljubljeni izmed vseh skladov državnih obveznic so **skladi hipotekarnih obveznic** (mortgage-backed funds).<sup>70</sup> Za njih je značilno, da imajo več kot 65% premoženja posredno ali neposredno investiranega v nepremičnine. Pri tem večinoma investirajo v obveznice, izdane s strani ene izmed treh že omenjenih agencij, ki se v ZDA ukvarjajo s subvencioniranjem lastništva nepremičnin (»Fannie Mae«, »Ginnie Mae« in »Freddie Mac«). Te agencije sodelujejo v t.i. procesu listinjenja (securitization) tako, da od posojilodajalcev (v ZDA so to običajno hranilnice) odkupujejo individualna hipotekarna posojila ali hipoteke s podobnimi značilnostmi in na njihovi podlagi izdajo obveznice. Hranilnice še naprej zbirajo plačila obresti in glavnice hipotek in jih posredujejo agencijam, agencije pa ta sredstva porabijo za poravnavo kuponov in plašcev izdanih obveznic. Pri tem obveznosti poravnava ne glede na to ali individualni posojilojemalci hipotekarnih posojil poravnava svoje obveznosti ali ne. V primeru obveznic agencije »Ginnie Mae« za redno izpolnjevanje obveznosti neposredno jamči država, v primeru obveznic agencij »Fannie Mae« in »Freddie Mac« pa zgolj implicitno. Običajno so hipotekarne obveznice bolj donosne od drugih državnih obveznic z enakim dospeljem, ker pri njih obstaja možnost predčasnega poplačila s strani individualnih posojilodalcev v primeru zniževanja obrestnih mer, za kar vlagatelji zahtevajo pribitek.<sup>71</sup>

### **Strateško-dohodkovni obvezniški skladi** (strategic-income bond funds)

Najpomembnejši izmed vseh obvezniških skladov v ZDA s 23% tržnim deležem glede na sredstva v upravljanju so strateško-dohodkovni obvezniški skladi. Njihovi upravljavci želijo ustvariti čim višji tekoči dohodek z investiranjem v ameriške

---

<sup>70</sup> Ob koncu lanskega leta so skladi hipotekarnih obveznic upravljali 45%, splošni skladi državnih obveznic 25%, srednjeročni 17% in kratkoročni 13% vsega premoženja, vloženega v sklade državnih obveznic.

<sup>71</sup> Večina hipotekarnih obveznic zapade v dvanajstih letih, čeprav izhajajo iz portfelja obveznic z dospelostjo 30 let (Fredman, Wiles, 1998, str. 186).



dolžniške vrednostne papirje, pri čemer lahko izbirajo med vsemi vrstami podjetniških in državnih obveznic.

### 2.3.3.2 Neobdavčeni obvezniški skladi

Premoženje, vloženo v neobdavčene obvezniške sklade je bilo konec leta 2002 vredno 328 milijard USD in je predstavljalo 29% vseh sredstev, ki so jih vlagatelji vložili v obvezniške sklade v ZDA.<sup>72</sup> K vlaganju v neobdavčene obvezniške sklade so nagnjeni zlasti bolj premožni investitorji, ki se nahajajo v višjih davčnih razredih in jim zaradi tega davčni ščit teh skladov prinaša relativno največ koristi. Kot bomo videli ti skladi v glavnem investirajo v občinske obveznice. Le-te predstavljajo 9% celotnega trga dolžniških vrednostnih papirjev v ZDA in so oproščene davka na zvezni ravni, lahko pa tudi na ravni posamezne države, če so izdane v državi, kjer ima vlagatelj stalno bivališče oziroma sedež.<sup>73</sup> V primerjavi z državnimi obveznicami so občinske manj likvidne in niso povsem netvegane, zato pa ponujajo nekoliko višje donosnosti do dospelja.

Ameriško združenje investicijskih skladov pozna štiri vrste neobdavčenih obvezniških vzajemnih skladov, ki jih uvršča med dve večji skupini in sicer med sklade občinskih obveznic ene države na eni strani ter sklade nacionalnih občinskih obveznic na drugi strani.

#### **Skladi občinskih obveznic ene države (state municipal bond funds)**

Upravljalci teh skladov investirajo primarno v občinske obveznice, ki so jih izdali izdajatelji iz točno določene države. Njihov cilj je doseči čim višjo donosnost po obdavčitvi in so namenjeni predvsem prebivalcem znotraj te države. Dohodki, ki jih prinašajo investicije v te sklade, so v veliki meri, lahko pa tudi v celoti, oproščeni tako zveznega davka kot tudi davka na ravni posamezne države, če so vlagatelji rezidenti te države. Njihova pomanjkljivost v primerjavi s skladi nacionalnih občinskih obveznic je, da so močno občutljivi na gospodarsko stanje v tej državi in se spremembe v gospodarskih razmerah ne morejo izničiti z morebitnim drugačnim stanjem v drugi državi. Ti skladi upravljajo slabih 14% sredstev vseh obvezniških skladov ter se delijo na splošne in kratkoročne.

---

<sup>72</sup> Ob koncu leta 2000 je delež neobdavčenih obvezniških skladov presegal 34% delež med vsemi obvezniškimi skladi. Razlog za upad relativnega deleža neobdavčenih skladov v zadnjih dveh letih so tudi v tem času ustvarjene kapitalske izgube vlagateljev, ki lahko služijo za pobotanje ustvarjenih dobičkov v prihodnje. Zaradi tega se je privlačnost davčnega ščita, ki ga ponujajo neobdavčeni skladi, v zadnjem času nekoliko zmanjšala, še vedno pa niso ravno zanemarljiva kategorija med vzajemnimi skladi.

<sup>73</sup> Občinske obveznice lahko v ZDA izdaja cela vrsta različnih institucij, ki pa morajo soditi v javni sektor. Tako vse dolžniške vrednostne papirje, ki jih izdajo vlade posameznih držav znotraj ZDA, okrožij, mest ali celo manjših krajev uvrščamo v t.i. občinske obveznice. Zbrana sredstva običajno porabijo za graditev cest, obnovo šol ali celo izgradnjo športnih kompleksov.

Več kot devet desetih zbranih sredstev odpade na **splošne sklade občinskih obveznic ene države** (general state municipal bond funds), ki investirajo v občinske obveznice z dospeljem daljšim od petih let ali pa glede ročnosti niso omejeni. Za razliko od njih morajo **kratkoročni skladi občinskih obveznic ene države** (short-term state municipal bond funds) skrbeti, da njihova povprečna zapadlost znaša od enega do petih let.

#### **Skladi nacionalnih občinskih obveznic** (national municipal bond funds)

Investirajo v občinske obveznice izdajateljev iz različnih držav znotraj ZDA. Doseči želijo čim višjo donosnost z investiranjem v občinske obveznice, ki so oproščene plačevanja zveznega davka. V primerjavi s skladi občinskih obveznic ene države poskušajo davek, ki ga morajo vlagatelji poravnati posameznim državam, nadomestiti z investiranjem v najbolj donosne občinske obveznice, ki jih ponujajo izdajatelji iz različnih držav v ZDA. Zaradi tega ti skladi nudijo tudi višjo stopnjo geografske razpršenosti naložb. Za vlagatelje so dvojno neobdavčeni le dohodki iz tistih občinskih obveznic, katerih izdajatelji prihajajo iz iste države kot vlagatelj.<sup>74</sup> Skladi nacionalnih občinskih obveznic upravljajo dobrih 15% vseh sredstev, ki se nahajajo v obvezniških skladih v ZDA. Podobno kot skladi občinskih obveznic ene države se tudi ti skladi po enakem kriteriju delijo na **splošne** (general national municipal bond funds) in **kratkoročne sklade nacionalnih občinskih obveznic** (short-term national municipal bond funds), s to razliko, da imajo tu kratkoročni skladi relativno pomembnejši delež glede na sredstva v upravljanju kot pri skladih občinskih obveznic ene države.<sup>75</sup>

#### **2.3.4 Vzajemni skladi denarnega trga**

Vzajemni skladi denarnega trga ali skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev so skladi, ki investirajo zbrana sredstva v različne vrednostne papirje denarnega trga. To so dolžniški vrednostni papirji, katerih dospelost je krajša od enega leta. Svetovni obseg domačih instrumentov denarnega trga je bil konec junija 2001 ocenjen na 5,8 bilijonov USD (Levinson, 2002, str. 42), obseg denarnega trga v ZDA pa je konec leta 1999 znašal 4,5 bilijonov USD (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 29).<sup>76</sup> Pomembnost skladov denarnega trga v ZDA se kaže tudi v tem, da

---

<sup>74</sup> Če ima npr. sklad nacionalnih občinskih obveznic 5% svojega portfelja investiranega v kalifornijske občinske obveznice, potem vlagateljem iz Kalifornije poleg zveznega ni potrebno plačevati tudi kalifornijskega davka le v deležu, ki ga te obveznice prispevajo k celotnemu donosu.

<sup>75</sup> Razmerje med splošnimi in kratkoročnimi skladi nacionalnih občinskih obveznic glede na sredstva v upravljanju je skoraj 4:1 v korist prvih, medtem ko je bilo pri skladih občinskih obveznic ene države to razmerje 12:1 v korist splošnih skladov.

<sup>76</sup> Denarni trg v ZDA je neformalna telefonska mreža (oziroma povezava preko optičnih kablov), preko katere se povezujejo trgovci iz velikih korporacij, da lahko vsak dan hitro izvršujejo multimilijonske transakcije v dolarjih. Je hitro spreminjajoč se in visoko likviden trg, na katerem

upravljajo dvakrat več premoženja kot obvezniški skladi oziroma premoženje, ki je konec lanskega leta znašalo 2.272 milijard USD. Med glavne instrumente denarnega trga v ZDA sodijo potrdila o vlogah, visokokakovostni komercialni papirji uglednih podjetij, državne zakladne menice, repo posli, evrodolarski depoziti in bančni akcepti.<sup>77</sup> Zaradi kratkoročne narave in visoke likvidnosti instrumentov denarnega trga so skladi denarnega trga najmanj tvegani izmed vseh vrst skladov. Njihov cilj je ohranjati vrednost vloženega kapitala, ustvarjene donose pa izplačevati v obliki dividend. Zato se čista vrednost sredstev pri teh skladih praktično ne spreminja, spreminja se le višina izplačanih dividend. Predstavljajo najbližjo alternativo bančnim depozitom, s to razliko, da lahko vložena sredstva v sklad po potrebi katerikoli delovni dan tudi dvignemo. Skladi denarnega trga ponujajo vrsto dodatnih storitev, kot je pisanje čekov v breme vloženega premoženja, elektronsko prenašanje sredstev (lahko tudi preko telefona) med različnimi skladi denarnega trga ali med temi skladi in banko (Livingston, 1990, str. 89). Veliko družin in supermarketov vzajemnih skladov ponuja tudi brezplačno zamenjavo točk skladov denarnega trga v točke drugih vrst vzajemnih skladov.

Vlagatelji uporabljajo sklade denarnega trga kot denarno komponento v svojem portfelju. Del premoženja želijo posamezniki držati v denarju iz več razlogov. Eden izmed njih je, da čakajo na ustrezno investicijsko priložnost, drugi, da pričakujejo recesijo in želijo ohraniti glavnico, tretji, da pričakujejo v prihodnosti večji izdatek, a ne vedo natančno kdaj, v vmesnem času pa bi vseeno želeli prejemati obresti oziroma tehnično dividende, itd.. Brezplačno plačevanje s čeki v breme portfelja je v tem primeru še posebej priročno in ne povzroča posebnih preglavic pri davčnih napovedih, saj je vrednost enote premoženja sklada ves čas enaka 1 USD.<sup>78</sup>

Zaradi najmanjše tveganosti izmed vseh vrst skladov so donosnosti skladov denarnega trga dolgoročno najnižje. Najnižje pa so tudi upravljaljske provizije, saj

---

nastopajo le velike organizacije z najboljšimi kreditnimi ocenami. Srednje velika in majhna podjetja na tem trgu ne morejo prodajati svojih instrumentov denarnega trga, ker vlagatelji ne želijo kupovati vrednostnih papirjev od izdajateljev, ki nimajo izvrstnega mednarodnega ugleda glede poštenega trgovanja.

<sup>77</sup> Konec leta 1999 so najpomembnejši instrumenti denarnega trga bila bančna potrdila o vlogah, katerih obseg je znašal 1.668,3 milijard USD, tem so sledili komercialni zapisi podjetij v višini 1.393,8 milijard USD, državne zakladne menice so obsegale 915,1 milijard USD, repo posli 329,6 milijard USD, evrodolarski depoziti 169,9 milijard USD, bančnih akceptov pa je bilo sklenjenih za 8,6 milijard USD (Bodie, Kane, Marcus, 2002, 29).

<sup>78</sup> Temu ni tako v primeru plačevanju s čeki v breme premoženja v obvezniških skladih, saj vlagatelj ob vsakem čeku realizira obdavčljiv dobiček ali izgubo, ki ga/jo mora poročati davčnim oblastem. V primeru, da VEP ni konstantna, je pripravljanje poročil za davkarijo precej bolj zapleteno in neprijetno.

bi sicer hitro požrle nizke ustvarjene donose.<sup>79</sup> Zato skladi denarnega trga navadno ne zaračunavajo vstopnih ali izstopnih provizij, če pa že, se prodajajo v paketu kot del obvezniških, delniških oziroma mešanih skladov, pri čemer lahko vlagatelji brezplačno prehajajo med različnimi vrstami skladov, medtem ko vstopno provizijo plačajo le enkrat. Povprečne letne upravljavske provizije skladov denarnega trga so se v ZDA od leta 1980 do konca leta 2001 celo znižale in sicer od 0,55% na 0,36% (Fundamentals, 2002, str. 6).<sup>80</sup>

Skupna značilnost vseh skladov denarnega trga v ZDA je, da njihova povprečna zapadlost ne sme biti daljša od 90 dni.<sup>81</sup> S to omejitvijo je SEC poskušal zminimizirati izpostavljenost skladov tveganju spremembe obrestne mere in v vsakem trenutku zagotoviti visoko likvidnost le-teh. Zaradi relativno nizke donosnosti naložb v te sklade obstaja nevarnost, da le-ta v kakšnem obdobju ne bo dosegla niti stopnje inflacije, kar pomeni, da se takrat naložbi njena vrednost realno znižuje. V splošnem se skladi denarnega trga delijo na obdavčene in neobdavčene. Ne glede na vrsto sklada pa se nekateri specializirajo za institucionalne, drugi za individualne vlagatelje, tretji pa ponujajo enak portfelj vsem, s to razliko, da institucionalni oziroma premožnejši vlagatelji plačujejo nekoliko nižjo upravljavsko provizijo.

#### *2.3.4.1 Obdavčeni skladi denarnega trga*

Obdavčeni skladi so precej bolj priljubljeni kot neobdavčeni, saj so ob koncu lanskega leta upravljali skoraj 88% vseh sredstev vloženih v sklade denarnega trga. Združenje investicijskih skladov pozna dve kategoriji za obdavčene sklade denarnega trga in sicer sklade državnih ter nedežavnih vrednostnih papirjev.

**Obdavčeni skladi kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev** (government taxable money market funds) vlagajo predvsem v zakladne menice in druge

---

<sup>79</sup> Čeprav so dolgoročne donosnosti skladov denarnega trga med vsemi vzajemnimi skladi najnižje, pa so še vedno višje kot v primeru varčevalnih računov pri bankah in mnogih potrdilih o vlogah.

<sup>80</sup> Povprečne letne upravljavske provizije so izračunane kot tehtana povprečja, pri čemer so uteži prodane točke posameznih skladov denarnega trga. Glede na to, da je povprečni vložek v medianski institucionalni denarni sklad konec leta 2001 znašal 1,4 milijonov USD, v medianski denarni sklad namenjen individualnim vlagateljem pa 23 tisoč USD, s prodanimi vrednostmi tehtana povprečna upravljavska provizija nerealno nizka za individualne vlagatelje. Delež institucionalnih vlagateljev med vsemi vlagatelji v sklade denarnega trga je konec leta 2001 znašal kar 73% in je zelo občutljiv na zniževanje obrestnih mer. V obdobju zniževanja kratkoročnih obrestnih mer se namreč donosi denarnim skladom znižujejo počasneje kot donosi pri neposrednem investiranju v instrumente denarnega trga. Zato institucionalni vlagatelji v takšnih obdobjih nadpovprečno povečujejo vplačila v te sklade. Tako je še leta 1998 delež institucionalnih vlagateljev v skladih denarnega trga znašal približno 60%.

<sup>81</sup> V praksi je njihova povprečna zapadlost celo krajša od 60 dni.

finančne instrumente, ki jih izdaja ali za katere jamči država oziroma katera izmed njenih agencij. Na drugi strani pa **obdavčeni skladi kratkoročnih nedržavnih vrednostnih papirjev** (nongovernment taxable money market funds) investirajo večino zbranih sredstev v instrumente denarnega trga kot so komercialni zapisi uglednih podjetij, bančna potrdila o vlogah in bančni akcepti. Oboji uravnavajo povprečno zapadlost portfeljev glede na njihova pričakovanja o gibanju obrestnih mer in donosnosti instrumentov v prihodnje.<sup>82</sup> Občasno za izboljšanje donosnosti uporabljajo tudi enostavnejše oblike izpeljanih finančnih instrumentov, saj bolj sofisticirane oziroma bolj tvegane oblike za vzajemne sklade denarnega trga niso dovoljene.

#### 2.3.4.2 Neobdavčeni skladi denarnega trga

Podobno kot pri obvezniških skladih so vlagatelji tudi pri skladih denarnega trga povpraševali po možnosti izogibanja plačila davka na dobiček. Slednje je možno doseči z investiranjem v različne vrste občinskih dolžniških vrednostnih papirjev. Tako neobdavčene sklade denarnega trga delimo na tiste, ki so izvzeti iz plačila davka na dobiček na zvezni ravni in na tiste, pri katerih ni potrebno plačati davka niti na ravni posamezne države znotraj ZDA. **Nacionalno neobdavčeni skladi denarnega trga** (national tax-exempt money market funds) vlagajo v kratkoročne občinske dolžniške vrednostne papirje, ki jih izdajajo različni subjekti javnega sektorja kjerkoli v ZDA, **državno neobdavčeni skladi denarnega trga** (state tax-exempt money market funds) pa investirajo v kratkoročne dolžniške občinske vrednostne papirje, ki jih izdajajo različni javni subjekti znotraj ene zvezne države. Tako kot ostali neobdavčeni vzajemni skladi, sta tudi ti dve vrsti primerni predvsem za vlagatelje iz višjih davčnih razredov, pri čemer je tu najbolj poudarjena stabilnost glavnice oziroma osnovnega vložka.

Za boljšo ponazoritev pomembnosti posameznih vrst vzajemnih skladov in pridobitev celovitega pregleda nad njimi, smo v tabeli 3, ki se nahaja v prilogi 3 zbrali podatke o njihovem absolutnem in relativnem tržnem deležu v ZDA glede na čisto vrednost sredstev ob koncu lanskega leta.

### 3 UPRAVLJANJE VZAJEMNIH SKLADOV

Bistvo upravljanja vzajemnih skladov se skriva v procesu investiranja. Z njim opisujemo aktivnosti, ki jih izvajajo upravljavci vzajemnih skladov, ko se odločajo

---

<sup>82</sup> V primeru, da v prihodnje pričakujejo znižanje obrestnih mer, bodo želeli skrajšati povprečno zapadlost portfelja in obratno v primeru pričakovanega dviga obrestnih mer, ko jo bodo želeli podaljšati. Konec leta 2002 je povprečna zapadlost 679 obdavčenih skladov denarnega trga znašala 53 dni.

o izbiri posameznih naložb, njihovem obsegu in časovnem obdobju izvedbe investicije. Proces investiranja se izvaja v naslednjih petih korakih (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 11-14):

- določitev investicijske politike,
- analiziranje vrednostnih papirjev,
- oblikovanje portfelja vrednostnih papirjev,
- preverjanje ustreznosti sestave portfelja in
- ugotavljanje uspešnosti upravljanja s portfeljem.

### **3.1 Določitev investicijske politike**

Prvi korak v procesu investiranja se nanaša na določitev investicijskih ciljev vzajemnih skladov in obseg sredstev, ki jih imajo na razpolago za investiranje. Pri tem ni dovolj, da upravljavci kot investicijski cilj navajajo izključno čim višji zaslužek, saj pri investiranju obstaja pozitiven odnos med tveganjem in donosnostjo. Ustrezneje je v cilju definirati težnjo po doseganju čim višje donosnosti in hkrati priznati, da pri tem obstaja tudi nevarnost nastanka izgube. Dolgoročno uspešni upravljavci vzajemnih skladov vedo, kako pomembno je zaupanje vlagateljev za njihovo uspešnost, zato pri oblikovanju in navajanju investicijskih ciljev upoštevajo tako donosnost kot tudi tveganja, ki stalno spremljajo večino naložb.

Investicijska politika predstavlja osnovo v procesu investiranja, ki se v končni fazi odrazi v določitvi temeljnih vrst finančnih naložb, ki so primerne za posamezni vzajemni sklad. Je kombinacija investicijske filozofije upravljavca in dolgoročnega strateškega planiranja.

Investicijska filozofija upravljavca se kaže v njegovem odnosu do pomembnih investicijskih vprašanj, kot so npr.: s kakšnim namenom bomo investirali, do kolikšne mere smo se pripravljene izpostaviti možnim velikim izgubam, do kolikšne mere verjamemo v učinkovito aktivno upravljanje, ipd. Zaradi različnega finančnega položaja, v katerem se nahajajo in njihovega temperamenta bodo upravljavci na ta vprašanja odgovarjali različno, čeprav imajo na voljo praktično enake investicijske možnosti.

Investicijska politika pa predstavlja tudi dolgoročno strateško planiranje, saj opredeljuje specifične cilje upravljavcev in način njihove realizacije. V tem smislu obsega nabor smernic in postopkov, ki usmerjajo upravljanje premoženja vzajemnega sklada na dolgi rok.

Investicijska politika je koncept ravnotežja, ki ni odvisen od trenutnih relativnih razmerij med cenami pri določenih tipih naložb, gospodarskih panogah ali

posameznih vrednostnih papirjih. Prehodna nihanja na finančnih trgih ne vplivajo na njeno veljavnost. Pri oblikovanju investicijske politike mora upravljavec vzajemnega sklada kot dane sprejeti le dolgoročne investicijske priložnosti, ki jih ponujajo trgi kapitala. Dosledno in razumno izvajana investicijska politika vodi k uspehom, vendar ne zaradi posebnih investicijskih sposobnosti vzajemnih skladov, ampak predvsem zaradi usmeritve le-teh na njihove primarne cilje in kontinuitete njihovih investicijskih strategij (Bailey, 1997, str. 19).

Celovita investicijska politika nekega sklada ali posameznika mora obravnavati vrsto vprašanj oziroma elementov, ki vplivajo na njegove investicijske odločitve, med njimi vsaj naslednje (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 13):

- **poslanstvo** – z izjavo o poslanstvu upravljavec opisuje dolgoročne finančne cilje vzajemnega sklada. Tako je lahko npr. poslanstvo pokojninskega vzajemnega sklada zbrati dovolj premoženja, ki bo zagotavljalo obljubljene donose. Poslanstvo na ravni posameznika je lahko npr. varčevanje za šolanje svojih otrok ali za doseg finančne varnosti v starosti, ipd. Bogle kot poslanstvo, ki bi ga morali slediti vsi vzajemni skladi navaja primer poslanstva nekega podjetja, ki sodi med 500 največjih, kot jih objavlja revija Fortune. Izjava o poslanstvu, ki je v duhu vzajemne organizacijske oblike, ki naj bi jo upoštevali vzajemni skladi, naj bi se glasila takole: »Poslanstvo upravnega odbora podjetja je doseči dolgoročno ekonomsko vrednost za delničarje. Upravni odbor verjame, da se bo podjetje uvrstilo v zgornjo tretjino primerljivih podjetij glede na ustvarjeno ekonomsko vrednost za delničarje, ki se izraža kot donosnost na kapital. Člani upravnega odbora morajo o sebi razmišljati kot o lastnikih podjetja, ki poleg sebe predstavljajo tudi vse druge lastnike (Bogle, 1999, str. 361).«<sup>83</sup> Ne glede na to, kako je poslanstvo napisano, pa predstavlja okvir, na podlagi katerega upravljavec oblikuje preostale elemente investicijske politike.
- **odnos do tveganja** – Tveganje z vidika oblikovanja investicijske politike opisujemo kot verjetnost, da poslanstvo ne bomo izpolnili. Odnos do tveganja se kaže v pripravljenosti sklada ali posameznika nositi izgubo, do

---

<sup>83</sup> Kot smo že videli v podpoglavju Organiziranost poslovanja vzajemnih skladov Bogle ugotavlja, da žal večina vzajemnih skladov želi služiti dvema gospodarjema hkrati, t.j. delničarjem vzajemnega sklada na eni strani in družbi za upravljanje na drugi strani. Trenutno naj bi ravnanje upravnih odborov vzajemnih skladov bolj koristilo družbam za upravljanje. Poslanstvo upravnega odbora večine vzajemnih skladov bi se po Boglu lahko bralo nekako takole: »Poslanstvo upravnega odbora je, da bdi nad DZU, ki nadzira in upravlja vzajemni sklad. Upravni odbor podpisuje pogodbo z DZU, v kateri so določene provizije v takšni višini, ki zagotavlja rast in donosnost DZU. Upravni odbor lahko upošteva tudi relativno ekonomsko vrednost ustvarjenih donosov za delničarje vzajemnega sklada glede na druge primerljive sklade oziroma tržne indekse, a lahko sprejme takšen nivo dolgoročne vrednosti, ki ne dosega nobenega od primerjav, niti na dolgi rok.«

katere lahko pride na poti do izpolnitve zastavljenega poslanstva.<sup>84</sup> Pri tem ima upravljavec možnost izbiranja med verjetnostjo nedoseganja poslanstva in nagrado, ki izhaja iz doseganja poslanstva nad pričakovanji. Za vsako kombinacijo premoženja v vzajemnem skladu bo upravljavec, ki ni naklonjen tveganju, zahteval višjo pričakovano donosnost kot upravljavec, ki je le-temu bolj naklonjen. Na splošno je v praksi težko določiti odnos upravljavca vzajemnega sklada do tveganja, saj investicijske odločitve sprejema nemalokrat skupina ljudi in ne le posameznik. Ker ima vsak izmed njih svoj odnos do tveganja, se morajo najprej medsebojno uskladiti in dogovoriti, kakšna bo njihova skupna občutljivost do tveganja. Poleg tega vlagatelji kvantitativno težko izmerijo koliko dodatnih enot tveganja so upravljavci pripravljeni prevzeti za povečanje donosnosti vzajemnih skladov za eno enoto. Zato oblikovalci investicijske politike določijo posredne indikatorje, ki kažejo odnos upravljavcev do tveganja. S pomočjo odzivov upravljavcev na celo vrsto simulacij, ki vsebujejo kombinacije različnih skupin finančnih naložb in struktur upravljavcev, lahko kvantitativno ocenimo, kakšna je njihova nagnjenost do tveganja.

- **investicijski cilji** – predstavljajo nabor rezultatov investiranja, za katere vlagatelji verjamejo, da kažejo na uspešno upravljanje z vloženimi sredstvi. V nasprotju s splošnimi opredelitvami namena investiranja sklada v poslanstvu, njegovi investicijski cilji vsebujejo seznam kvantitativno določenih rezultatov, ki naj bi jih upravljavec v določenem časovnem obdobju tudi dosegel. DZU lahko investicijske cilje postavijo na različnih nivojih odločanja o investicijah, kot npr. na ravni celotnih sredstev v upravljanju oziroma ravni celotnega sklada, na ravni posameznih skupin finančnih naložb ali na ravni posameznih upravljavcev premoženja znotraj DZU. Če želimo spodbujati izvajanje investicijske politike na vseh ravneh investicijskega odločanja, morajo biti investicijski cilji (Bailey, 1997, str. 21-22):
  - *nedvoumni in merljivi*. Ker se bo učinkovitost procesa investicijskega odločanja presojala glede na te cilje, o njihovi definiciji ne sme obstajati nikakršen dvom. Merljivost ciljev je potreben pogoj za vsako primerjavo želenega z doseženim;
  - *v skladu s poslanstvom sklada*, saj v tem primeru dosledno izpolnjevanje investicijskih ciljev pripelje do njegove izpolnitve ter
  - *izražati upravljavčev odnos do tveganja*. Tveganju bolj naklonjen upravljavec bo investicijske cilje določil bolj agresivno kot tveganju manj naklonjen upravljavec.

---

<sup>84</sup> Starejši upokojenec bo imel verjetno relativno nizko toleranco do investicijskih tveganj, medtem ko bo dobro financiran pokojninski vzajemni sklad s pretežno mlado strukturo vlagateljev precej bolj pripravljen vlagati v bolj tvegane naložbe, ki na dolgi rok prinašajo višje donose.



Investicijski cilji imajo pri oblikovanju investicijske politike dvojno vlogo, saj se lahko nanašajo tako na prihodnje kot tudi preteklo poslovanje vzajemnega sklada. Z vidika prihodnjega poslovanja sklada pomagajo določiti politiko oblikovanja portfelja in strukturo upravljavcev. Če je npr. investicijski cilj vzajemnega sklada doseči pozitivno realno donosnost, mora upravljavec v portfelj vključiti znaten delež lastniških vrednostnih papirjev. Podobno tudi investicijski cilj, ki predvideva preseganje donosnosti določenih tržnih indeksov, pomeni, da morajo zbrana sredstva upravljati aktivni upravljavci. Z retrospektivnega vidika pa investicijski cilji omogočajo ocenjevanje doseženih rezultatov, tako da realizirane cilje primerjamo z načrtovanimi.

- **politika oblikovanja portfelja** – dejavnik, ki ima najpomembnejši vpliv na uspešnost vzajemnega sklada, je ustrezna politika oblikovanja portfelja (policy asset mix). Brinson, Hood in Beebower so pokazali, da različne strategije aktivnega upravljanja sredstev prispevajo zelo malo k uspešnosti upravljanja v primerjavi z dolgoročno alokacijo sredstev med posamezne osnovne vrste finančnih naložb.<sup>85</sup> Kako uspešen bo vzajemni sklad pri doseganju zastavljenega poslanstva, je torej odvisno zlasti od izbire primerne kombinacije temeljnih vrst finančnih naložb, ki omogoča izpolnjevanje že prej zastavljenih investicijskih ciljev in je v skladu z upravljavčevim odnosom do tveganja. Upravljavci vzajemnih skladov uporabljajo različne metode pri določanju politike oblikovanja portfelja. Nekateri uporabljajo zelo enostavne metode, kot so npr. izbira povprečne strukture portfelja kot jo imajo istovrstni vzajemni skladi ali upoštevanje priporočil profesionalnih tržnih strategov. Značilnost tovrstnih metod je enostavna implementacija, vendar v redkih primerih ustrezajo točno določenemu poslanstvu, investicijskim ciljem in odnosu do tveganja, kot ga imajo posamezni vzajemni skladi. Zato se v zadnjem času vse bolj uporabljajo različne kvantitativne metode oblikovanja portfelja, ki temeljijo na preteklih podatkih. Z njimi upravljavci poiščejo zeleno politiko oblikovanja naložb tako, da hkrati izračunavajo pričakovane donosnosti posameznih osnovnih tipov naložb, volatilitosti teh donosnosti in korelacije med donosnostmi posameznih tipov naložb. Na podlagi teh analiz postavijo operativne in merljive investicijske cilje. S pomočjo tehnik optimizacije

---

<sup>85</sup> Brinson, Hood in Beebower so proučevali pokojninske vzajemne sklade v desetletnem obdobju, ki se je končalo ob koncu leta 1987 in ugotovili, da je 91,5% variabilnosti njihovih četrtletnih donosnosti moč pojasniti z alokacijo sredstev med posamezne vrste finančnih naložb. Bogle dodaja, da so za posameznega investitorja vsaj tako, če ne celo bolj pomembni stroški upravljanja vzajemnega sklada. Brinson, Hood in Beebower stroškov upravljanja niso upoštevali, kar pa pri pokojninskih vzajemnih skladih naj ne bi bil takšen problem, ker ni tolikšnih razlik med posameznimi skladi in ker so ti stroški relativno nizki (med 0,4% in 0,8% sredstev v upravljanju na leto), kar pa za industrijo vzajemnih skladov ne velja (Bogle, 1999, str. 67-69).

portfelja oblikujejo mejo učinkovitosti različnih kombinacij razredov naložb, ki ob upoštevanju nagnjenosti do tveganja, pripelje do portfelja naložb z največjo pričakovano koristnostjo. Zelo pomemben element v procesu določanja politike oblikovanja portfelja je določitev ciljnega nabora možnih naložb znotraj posameznega razreda naložb. Navadno upravljavci takšne ciljne nabore določijo kar s pomočjo najširših tržnih indeksov, kot je npr. Wilshire 5000 v ZDA za lastniške vrednostne papirje.<sup>86</sup> Možni nabor naložb pa lahko upravljavci tudi spremenijo in sicer na podlagi svojih pričakovanj o prihodnjih donosnostih posameznih investicijskih priložnostih. Tako bo upravljavec, ki verjame, da bodo v prihodnje delnice podjetij z majhno tržno kapitalizacijo nudile najprivlačnejše dolgoročne tveganju prilagojene donosnosti, možni ciljni nabor naložb oblikoval tako, da bo dal večjo težo tržnemu segmentu z majhno tržno kapitalizacijo.

- **aktivno upravljanje** – vprašanje razporeditve zbranih sredstev med pasivno in aktivno upravljanje je zelo pomembno pri določitvi celovite investicijske politike, saj določa ali bo upravljavec sredstva vzajemnega sklada zaupal še kakšnemu drugemu upravljavcu, ki je bolj specializiran za aktivno upravljanje na določenem tržnem segmentu. Tradicionalno se odločitev o številu upravljavcev izvede v dveh korakih. Najprej upravljavec razdeli sredstva, ki jih je namenil investirati v posamezne razrede naložb, na del, ki bo upravljan pasivno in preostali del, ki bo upravljan aktivno.<sup>87</sup> V

---

<sup>86</sup> Indeks Wilshire 5000 je najboljšežnejši ameriški borzni indeks, ki zajema skoraj vse delnice z ameriškega trga kapitala. Ko so ga začeli izračunavati je obsegal 5000 podjetij, trenutno pa zajema delnice več kot 7000 podjetij, s katerimi se trguje preko newyorške borze, Nasdaq-a in Amex-a (Bodie, Kane, Marcus, 2002, 118).

<sup>87</sup> Razprava med zagovorniki aktivnega in pasivnega upravljanja poteka že vrsto let, razlikujejo pa se po pogledu na veljavnost hipoteze o učinkovitosti kapitalskega trga. Aktivni upravljavci verjamejo, da trg ni učinkovit, kar omogoča odkrivanje podcenjenih vrednostnih papirjev in realizacijo nadpovprečnih donosov. Pasivni upravljavci pa verjamejo v učinkovitost kapitalskega trga, kar pomeni, da z aktivnim upravljanjem ni možno doseči nadpovprečnih donosov, saj naj bi cene vrednostnih papirjev že takoj odražale vse razpoložljive informacije.

Kadar ekonomisti govorijo o učinkovitem trgu kapitala, navadno mislijo na to, da se cene vrednostnih papirjev oblikujejo na podlagi trgovanja med racionalnimi udeleženci na konkurenčnem trgu (Cuthbertson, Nitzsche, 2001, str. 403). Prva predpostavka hipoteze učinkovitega trga kapitala je predpostavka racionalnih pričakovanj, ki pravi, da trgovci pri določanju cen ali donosnosti vrednostnih papirjev takoj upoštevajo vse relevantne informacije, ki so na trgu dosegljive (npr. informacije o prihodnjih dividendah). Po tej predpostavki posamezni udeleženci na trgu ne morejo imeti konkurenčne prednosti pri pridobivanju informacij. Druga predpostavka hipoteze učinkovitega kapitalskega trga pa govori o tem, da ti racionalni udeleženci na trgu med seboj neprestano trgujejo v smeri poštenega tržne vrednosti danega vrednostnega papirja (npr. v smeri sedanjih vrednosti prihodnjih dividend pri delnicah). Iz tega sledi, da na trgu ne bi smelo biti priložnosti, ki bi omogočale nadpovprečne donosnosti oziroma nakup vrednostnih papirjev po cenah, ki so nižje od poštenega plačila za njihovo tveganost, povečanega za transakcijske stroške nakupa in prodaje le-teh.

drugem koraku pa se odloča o razporeditvi aktivno upravljanih sredstev na morebitne druge upravljavce premoženja. Te bo uporabil zlasti v primeru, ko sam za določen razred naložb ni dovolj specializiran, ne bi pa rad izpustil pozitivnih učinkov večje razpršitve portfelja, ki bi jih dosegel, če bi del sredstev namenil tudi temu razredu naložb. V primeru, da se bo upravljavec odločil za aktivno upravljanje premoženja, mora biti posebno pozoren na dve nalogi, ki vplivata na investicijsko politiko. Najprej mora izbrati izkušene upravljavce premoženja, za katere pričakuje, da bodo sposobni nadpovprečno povečevati vrednost premoženja pri svojem stilu investiranja. Druga naloga pa pomeni, da mora upravljavce kombinirati tako, da so na agregatni ravni njihovi stili investiranja v skladu s ciljnim naborom naložb vzajemnega sklada. Tradicionalno so upravljavci vzajemnih skladov prvi nalogi posvečali vso potrebno pozornost, medtem ko so drugo »odkrili« šele v zadnjem času. Ugotovili so, da lahko njihovi aktivni upravljavci premoženja na agregatni ravni trajno vzdržujejo odmik od ciljnega nabora naložb (npr. znotraj razreda domačih lastniških vrednostnih papirjev lahko oblikujejo pristranski portfelj, ki je bolj skoncentriran na podjetja z majhno tržno kapitalizacijo in večjim potencialom rasti). Takšne (nenamerne) pristranskosti portfelja povečujejo njegovo nepredvideno tveganje, da se bo njegova donosnost razlikovala od donosnosti ciljnega nabora naložb (Bailey, 1997, str. 24).

Zelo pomembno je, da upravljavci vzajemnih skladov oblikujejo **izjavo o investicijski politiki** (investment policy statement) v pisni obliki. V njej povzamejo ključne odločitve povezane z investicijsko politiko in za vsako izmed njih navedejo tudi razloge. Kako podrobna naj bo izjava o investicijski politiki je odvisno od tipa vlagateljev. Institucionalni investitorji, ki imajo bolj kompleksne investicijske načrte bodo oblikovali bistveno bolj podrobne izjave v primerjavi z individualnimi

---

Obstajajo tri oblike učinkovitega trga kapitala, kot jih je definiral Eugene Fama. Le-te se medsebojno razlikujejo glede na pojmovanje informacij, ki naj bi se takoj in v celoti odrazile v tržnih cenah. Trg je šibko učinkovit, kadar so informacije pretekle cene vrednostnih papirjev, ki se takoj odrazijo v njihovih tržnih cenah. Pri srednje močni obliki učinkovitega trga so informacije vse javno dostopne informacije, pri močni obliki pa so informacije kakršnekoli informacije, tako javno dostopne kot tudi zasebne oziroma notranje informacije. Kadar ljudje govorijo o učinkovitosti kapitalskega trga, imajo navadno v mislih srednje močno obliko, saj v ZDA obstaja zelo stroga zakonodaja, ki prepoveduje trgovanje z notranjimi informacijami, ki predstavljajo eno izmed oblik zasebnih informacij (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 93).

V strokovni literaturi obstaja veliko raziskav, ki bodisi potrjuje bodisi zavračajo hipotezo učinkovitega trga kapitala, nobena izmed obeh smeri pa ni prevladala v praksi. Zaradi tega se veliko institucionalnih investitorjev, kot so npr. pokojninski vzajemni skladi, odločijo tako za pasivno kot tudi aktivno upravljanje svojega premoženja. Če bi vsi verjeli le v pasivno upravljanje, potem na trgu ne bi bilo nikogar, ki bi cene vrednostnih papirjev spravljal v dolgoročno ravnotežno oziroma t.i. pošteno raven.

vlagatelj.<sup>88</sup> Kljub razlikam med njimi, pa te izjave pri vseh vrstah vlagateljev igrajo naslednjo zelo pomembno vlogo: spodbujajo logično in disciplinirano sprejemanje investicijskih odločitev, zagotavljajo kontinuiteto pri kadrovskih zamenjavah upravljavca vzajemnega sklada ter omejujejo skušnjava neproduktivnega spreminjanja investicijskega načrta posebno v obdobjih pretresov na sekundarnih trgih vrednostnih papirjev.<sup>89</sup> V takšnih obdobjih investicijska politika deluje kot stabilizator. Njen obstoj sili upravljavca vzajemnega sklada, da trezno premisli, zakaj je bila obstoječa investicijska politika na začetku izbrana in ali je bilo trenutne slabe razmere na trgu v preteklosti sploh možno predvideti – ne z vidika časovnega trenutka njihovega nastanka, ampak z vidika njihove intenzivnosti in nepripravljenosti na njih. Tak premislek povečuje možnost prevlade sprejemanja racionalnih odločitev in dolgoročnega pogleda na investiranje.<sup>90</sup> Dobro zastavljena investicijska politika ponuja upravljavcem jasne razloge za oblikovanje portfelja in prelaga breme dokazovanja sprememb v alokaciji naložb na predlagatelje le-teh.

### **3.2 Analiziranje vrednostnih papirjev**

Drugi korak procesa investiranja zajema proučevanje posameznih vrednostnih papirjev ali skupine le-teh znotraj temeljnih vrst finančnih naložb, ki smo jih opredelili v investicijski politiki. Eden izmed razlogov analiziranja vrednostnih papirjev je ugotoviti, katere izmed njih udeleženci na kapitalskem trgu trenutno nepravilno ocenjujejo. Pri iskanju podcenjenih ali precenjenih vrednostnih papirjev upravljavci uporabljajo različne pristope, večino izmed njih pa lahko razvrstimo v eno izmed dveh osnovnih oblik analize le-teh. Prva se imenuje tehnična, druga pa temeljna analiza vrednostnih papirjev.

**Tehnična analiza** vrednostnih papirjev pomeni proučevanje preteklega gibanja cen in količin vrednostnih papirjev in na tej podlagi predvidevanje cen le-teh v

---

<sup>88</sup> Izjava o investicijski politiki mora pri vzajemnih skladih vsebovati vsaj naslednja temeljna področja: pregled pooblastil in odgovornosti med osebami, ki so vključene v proces odločanja o poslovanju vzajemnega sklada (nadzorni svet, upravljavci, analitiki, ipd.), opredelitev primarnih elementov investicijske politike, opredelitev strategije pri vsakem od primarnih elementov investicijske politike ter obrazložitev razlogov, ki so pripeljali do izbire posamezne strategije trgovanja.

<sup>89</sup> V obdobjih naraščajočih tečajev vrednostnih papirjev lahko skoraj vsakršna investicijska politika prinaša dobre rezultate, ne glede na ročnost in konsistentnost oblikovanja portfelja. V obdobjih padajočih tečajev pa je upravljavec najbolj v skušnjavi, da spremeni sicer pametno oblikovano investicijsko politiko z namenom omiliti izgube, ki se lahko pojavijo v prihodnosti. Takšne odločitve so se v praksi nemalokrat izkazale kot zelo drage in nespametne.

<sup>90</sup> Investicijska politika pa lahko deluje kot stabilizator tudi v razmerah naraščajočih tržnih tečajev. V teh obdobjih so lahko upravljavci v skušnjavi, da obstoječe strategije trgovanja, zaradi ekstrapoliranja trenutnega trenda na trgu v prihodnost, zamenjajo z bolj agresivnimi in bolj tveganimi strategijami.

prihodnosti. Najprej poskušamo iz zgodovinskih tečajev vrednostnih papirjev izluščiti trend oziroma ponavljajoč se vzorec gibanja cen, nakar analiziramo še cene na trgu v bližnji preteklosti in sedanjosti, da bi poiskali trend oziroma porajajoč se vzorec gibanja tečajev, ki bi bil enak preteklemu. Predpostavka, ki jo uporablja tehnična analiza je, da se trendi oziroma vzorci gibanja cen ponavljajo. Analitik, ki uporablja tehnično analizo, upa, da bo z identificiranjem trenda oziroma porajajočega se gibanja cen pri določenem vrednostnem papirju natančno predvidel gibanje njegovega tečaja v prihodnosti.<sup>91</sup> Čeprav pristaši tehnične analize priznavajo vrednost informacije o prihodnjih ekonomskih obetih določenega podjetja, pa verjamejo, da le-ta ni nujno potrebna za oblikovanje uspešne trgovalne strategije. Tečaji delnic naj bi se namreč postopoma prilagajali temeljnemu dejavniku ponudbe in povpraševanja na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev, kar omogoča tehničnim analitikom, da v obdobju prilagajanja še pravočasno odkrijejo nakupne ali prodajne priložnosti. Iskanje momentov, prelomnih točk, dolgo, srednje in kratkoročnih trendov, nivojev podpore in odpora so le nekatere izmed tehnik, ki tehničnim analitikom pomagajo pri iskanju prodajnih in nakupnih signalov.<sup>92</sup> Takšno gledanje je seveda v nasprotju s hipotezo o učinkovitosti kapitalnega trga.

**Temeljna analiza**, na drugi strani poskuša določiti pravo oziroma notranjo vrednost vrednostnega papirja. Slednja je po definiciji enaka sedanji vrednosti vseh denarnih tokov, ki jih lastniki določenega vrednostnega papirja lahko pričakujejo v prihodnosti. Analitiki, ki prisegajo na temeljno analizo poskušajo predvideti časovni trenutek in višino teh denarnih tokov, ki jih s pomočjo ustrezne diskontne stopnje preračunajo na njihovo sedanjo vrednost. Tako morajo v primeru lastniških vrednostnih papirjev najprej oceniti višino prihodnjih dividend, pri čemer poskušajo napovedati dobiček na delnico in delež dobička, ki ga bo podjetje namenilo za dividende, potem pa še določiti primerno diskontno stopnjo. Ko vrednostnemu papirju določijo njegovo pravo vrednost, jo primerjajo z njegovo tržno ceno, da bi ugotovili ali ga trg pošteno vrednoti. V primeru, da je tržna cena vrednostnega papirja nižja od njegove prave vrednosti pravimo, da je vrednostni papir podcenjen in obratno, da je precenjen, kadar tržna cena presega njegovo pravo vrednost. Višina razlike med tržno in pravo ceno je pri tem zelo pomembna, saj bo prav od nje v veliki meri odvisno analitikovo prepričanje ali trg določen vrednostni papir vrednoti napačno ali ne. Analitiki, ki zagovarjajo temeljno analizo, verjamejo, da bo trg vse pomembne razlike med tržno in pravo ceno že v bližnji prihodnosti odpravil. Tako naj bi se tržna cena podcenjenih vrednostnih papirjev v

---

<sup>91</sup> Analitiki, ki prisegajo na tehnično analizo (chartists) pri svojem delu uporabljajo veliko tabel in grafov, na katere rišejo trendne ter ostale črte, ki jim pomagajo pri iskanju ponavljajočih se vzorcev pri gibanju cen vrednostnih papirjev.

<sup>92</sup> Opis osnovnih tehnik tehnične analize lahko najdete v Investments (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 343-348).

bližnji prihodnosti nadpovprečno povečala, medtem ko naj bi se pri precenjenih nadpovprečno znižala. Pri temeljni analizi ni dovolj, da najdemo dobra podjetja, ampak tista, ki so boljša od ocen vseh ostalih udeležencev na trgu. Podobno lahko dober posel naredimo tudi z investiranjem v slabo stoječa podjetja, če le niso tako slaba kot kažejo njihove tržne cene. Težavnost uporabe temeljne analize je prav v tem, da moramo izdelati bolj natančno analizo od vseh ostalih konkurentov na trgu, če želimo z njo realizirati nadpovprečne donosnosti, saj naj bi tržne cene vrednostnih papirjev že vsebovale vse javno dostopne informacije o njihovih izdajateljih.

### **3.3 Oblikovanje portfelja vrednostnih papirjev**

V tem koraku upravljavec vzajemnega sklada izbere tako posamezne vrednostne papirje, v katere bo investiral zbrana sredstva, kot tudi njihove deleže v celotnem premoženju sklada. Pri tem imajo pomembno vlogo selektivnost, tržno predvidevanje in razpršitev naložb. **Selektivnost** (selectivity), poznana tudi kot mikronapovedovanje (microforecasting), pomeni analizo vrednostnih papirjev, katere cilj je napovedovati gibanja njihovih cen z namenom izbrati najboljše vrednostne papirje ob dani stopnji tveganja. **Tržno predvidevanje** (market timing) ali makronapovedovanje (macroforecasting) se nanaša na predvidevanje splošnega gibanja cen tveganih vrednostnih papirjev (največkrat delnic ali obveznic) na trgu glede na netvegane vrednostne papirje (npr. zakladne menice ali državne obveznice). Vzajemni skladi na podlagi tržnega predvidevanja selijo kapital iz tveganih v netvegane naložbe (in obratno), da bi v skladu s svojimi predvidevanji o tveganju ter gibanju pričakovanih donosnosti tveganih in netveganih naložb v prihodnje, kar najbolj povečali svojo donosnost. Z **razpršitvijo premoženja** na več osnovnih tipov naložb in znotraj njih na več različnih vrednostnih papirjev želijo upravljavci kar najbolj zmanjšati nesistematično tveganje.

**Proces oblikovanja portfelja** navadno poteka vsaj v dveh korakih. V prvem upravljavec vzajemnega sklada izbere vrednostne papirje znotraj posameznih temeljnih vrst naložb, v drugem koraku, ki se imenuje tudi alokacija naložb, pa določi razmerje med temeljnimi vrstami naložb. Nekateri upravljavci premoženja med izbiro vrednostnih papirjev in alokacijo naložb vključijo še dodaten korak, ki se nanaša na izbiro sektorja. Za boljšo ponazoritev vseh faz v procesu oblikovanja portfelja si bomo ogledali primer, ko ima upravljavec na voljo le dve temeljni vrsti naložb in sicer delnice in obveznice. Predstavljeni primer zlahka razširimo tudi na druge oblike temeljnih vrst naložb kot so gotovina (oziroma instrumenti denarnega trga), nepremičnine, izvedeni finančni instrumenti, ipd.

Pri **izbiri posameznih vrednostnih papirjev** v portfelj delnic in obveznic si upravljavec premoženja pomaga z analizo pričakovanih donosnosti, standardnih odklonov in kovarianc. Na podlagi prihodnjih napovedih teh kazalcev iz možnega nabora delnic, v katerega bi lahko investiral, oblikuje optimalni portfelj delnic ob upoštevanju vseh zakonskih omejitev.<sup>93</sup> Na podoben način oblikuje tudi optimalni portfelj obveznic. S tem je prvi korak zaključen.

V naslednjem koraku, pri **alokaciji naložb**, upravljavec uporablja poleg napovedi pričakovanih donosnosti, standardnih odklonov in kovarianc za vsakega od obeh optimalnih portfeljev tudi analizo kovariance med obema optimalnima portfeljema. Slednja omogoča določitev pričakovanih donosnosti in standardnih odklonov za vse možne kombinacije med tema dvema portfeljema. Ko poiščemo učinkovit zbir naložb<sup>94</sup>, lahko s pomočjo indiferenčnih krivulj vlagateljev določimo, katero kombinacijo obvezniškega in delniškega portfelja naj izberemo. V splošnem poznamo dve obliki alokacije naložb in sicer strateško ter taktično. Strateška alokacija naložb se nanaša na razdelitev zbranih sredstev vzajemnega sklada med različne portfelje glede na dolgoročne napovedi upravljavca o njihovih pričakovanih donosnostih, variancah in kovariancah, medtem ko se taktična alokacija naložb ukvarja z vprašanjem razdelitve teh sredstev v kateremkoli trenutku glede na kratkoročna pričakovanja vlagateljev oziroma upravljavcev. To pomeni, da strateška alokacija odraža, kako bo upravljavec premoženja investiral na dolgi rok, taktična pa, kaj bo naredil v trenutnih tržnih razmerah.

Vzemimo, da je upravljavec v prvem koraku oblikovanja portfelja izbral optimalni delniški portfelj, sestavljen iz treh delnic (D1, D2 in D3) v razmerju 35:15:50, optimalni obvezniški portfelj pa naj bi sestavljali dve obveznici (O1 in O2) in sicer v razmerju 75:25. V drugem koraku je pri taktični alokaciji ugotovil, da naj bi zaradi trenutnih pogojev na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev 60% premoženja sklada investiral v delnice, 40% pa v obveznice, čeprav naj bi po strateški alokaciji razmerje med delniškim in obvezniškim portfeljem znašalo 70:30. Optimalni portfelj je oblikoval v sledečih razmerjih med posameznimi vrednostnimi papirji: 21% premoženja sklada bo investiral v delnico D1, 9% v D2, 30% v D3, 30% v obveznico O1, preostalih 10% pa v O2.<sup>95</sup>

---

<sup>93</sup> Ena izmed takšnih je npr. omejitev investiranja v posamezno delnico največ v višini 5% celotnega portfelja vzajemnega sklada. Pri nas velja omejitev za posebne vzajemne sklade, da lahko investirajo v tuje vrednostne papirje največ v višini 10% celotnega portfelja.

<sup>94</sup> Učinkovit zbir naložb je tisti zbir naložb, ki zadovolji obema pogojema teorema učinkovitega zbira. Teorem učinkovitega zbira (efficient set theorem) pravi, da bo investitor iz možnega zbira portfeljev kot optimalnega izbral tistega, ki bo ponujal maksimalno pričakovano donosnost pri različnih nivojih tveganja in minimalno tveganje pri različnih nivojih pričakovane donosnosti (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 171).

<sup>95</sup> Delež posameznega vrednostnega papirja v končnem portfelju se izračuna kot produkt med deležem, ki naj bi ga imela znotraj posamezne temeljne skupine naložb (portfelja delnic oziroma

V primeru, da v proces oblikovanja portfelja upravljavec uvede še izbiro sektorjev, mora v prvem koraku (pri izbiri vrednostnih papirjev) določiti sektorje znotraj posamezne temeljne skupine naložb. Ko določi sektorje, v vsakem od njih izbere še optimalni portfelj. Tako lahko npr. pri temeljni skupini naložb navadnih delnic vse delnice industrijskih podjetij postavi v prvi sektor, delnice komunalnih podjetij v drugi sektor in delnice podjetij, ki se izvajajo transportne storitve v tretji sektor. Znotraj dolžniških vrednostnih papirjev lahko izbere sektorje glede na njihovo ročnost oziroma trajanje. Tako lahko loči med dolgoročnimi, srednjeročnimi in kratkoročnimi obveznicami. Končni rezultat izbire vrednostnih papirjev je torej šest optimalnih portfeljev, po eden za vsakega od sektorjev.

V drugi fazi, ki se imenuje **izbira sektorja**, upravljavec določi ustrezno kombinacijo sektorjev znotraj posamezne temeljne skupine naložb. Npr. določi lahko, da ustrezno razmerje pri navadnih delnicah med industrijskim, komunalnim in transportnim sektorjem znaša 50:20:30, medtem ko pri obveznicah 70% sredstev nameni kratkoročnim, 30% srednjeročnim, nikakršnih sredstev pa ne investira v dolgoročne obveznice. Rezultat te faze sta optimalna portfelja za navadne delnice in za obveznice, medtem ko bo odločitev o optimalnih deležih med njima sprejeta v naslednji fazi alokacije naložb. Alokacija naložb se izvaja popolnoma enako kot smo že opisali pri procesu oblikovanja portfelja v dveh korakih.

Upravljalci se lahko v kateremkoli koraku procesa oblikovanja portfelja odločijo za aktivno ali pasivno upravljanje premoženja. Na eni strani lahko aktivno pristopijo k izbiri posameznih vrednostnih papirjev, na drugi strani pa sredstva razporedijo med temeljne razrede naložb na podlagi dolgoročnih predvidevanj o pričakovanih donosnostih teh razredov. Npr. upravljavec se lahko odloči, da bo dolgoročno vlagal v delnice in obveznice v razmerju 70:30, pri čemer se bo delež posameznih delnic in obveznic v portfelju spreminjal glede na njegova predvidevanja o pričakovanih donosnostih. Odločijo se lahko tudi za pasivno oblikovanje portfeljev, sestavljenih iz posameznih vrednostnih papirjev, medtem ko sredstva med osnovnimi razredi naložb razporejajo aktivno, v odvisnosti od predvidevanj o njihovih donosnostih v prihodnje. Npr. upravljavec lahko sprejme odločitev, da bo navadne delnice držal v portfelju v enakih razmerjih kot nastopajo v tržnem indeksu S&P 500 (oziroma bo investiral v indeksni sklad<sup>96</sup>), pri čemer pa bo delež,

---

obveznic) in deležem, ki naj bi ga temeljna skupina naložb predstavljala v končnem portfelju. Tako se delež delnice D1 v končnem portfelju izračuna kot  $0,35 \cdot 0,6 = 0,21$ , delež obveznice O1 kot  $0,75 \cdot 0,4 = 0,3$ , analogno pa izračunamo tudi deleže preostalih vrednostnih papirjev.

<sup>96</sup> Indeksni sklad je vzajemni sklad, ki zbrana sredstva investira v vrednostne papirje, ki se skladajo z določenim tržnim indeksom. Prvi indeksni sklad na svetu je leta 1975 ustanovil John. C.



ki naj bi bil investiran v delnice, spreminjal na podlagi celovite napovedi za delniški in obvezniški trg. Tako je lahko portfelj sestavljen samo iz delnic, če je upravljavec trdno prepričan, da bodo tečaji na sekundarnem trgu lastniških vrednostnih papirjev v bližnji prihodnosti hitro porasli ali pa je sestavljen samo iz obveznic, kadar je prepričan, da bodo tečaji delnic strmo padli. Glede na to, v kateri fazi procesa oblikovanja portfelja se upravljavci odločajo za aktivno upravljanje imenujemo naslednje tri vrste investicijskih stilov:

- stil izbiranja posameznih vrednostnih papirjev, ko upravljavec stavi na aktivno izbiro posameznih vrednostnih papirjev,
- stil alokacije naložb, ko upravljavec stavi na aktivno razporejanje sredstev med osnovnimi razredi naložb in
- stil izbiranja sektorja, ko upravljavec stavi na aktivno iskanje nadpovprečno donosnih sektorjev oziroma industrijskih panog.

### **3.4 Preverjanje ustreznosti sestave portfelja**

Preverjanje ustreznosti sestave portfelja je četrti korak v procesu investiranja in pomeni periodično ponavljanje prejšnjih treh korakov. Spremembe investicijskih ciljev upravljavca lahko povzročijo, da oblikovan portfelj ni več optimalen, saj bi moral nekatere izmed obstoječih vrednostnih papirjev prodati ter kupiti nekaj drugih, ki trenutno niso v portfelju. Drug razlog za potrebno revizijo portfelja je spreminjanje cen vrednostnih papirjev v času, kar lahko povzroči, da nekateri vrednostni papirji, ki v začetku niso bili privlačni naenkrat postanejo zanimivi, medtem ko spet drugi, ki na začetku niso bili, lahko postanejo privlačni. Odločitev o tem, katere vrednostne papirje bo upravljavec vključil in katere izključil iz obstoječega portfelja, bo odvisna predvsem od transakcijskih stroškov, ki so povezani s spremembo portfelja in velikosti učinka, ki bi ga sprememba sestave portfelja imela na izboljšanja poslovnega izida vzajemnega sklada.

Pri preverjanju ustreznosti sestave portfelja morajo upravljavci izvesti analizo stroškov in koristi. Koristi spremembe portfelja se lahko kažejo v povečanju pričakovane donosnosti ali znižanju standardnega odklona (tveganja) portfelja oziroma obojega hkrati. Cilj upravljavca je identificirati zbir posameznih revizij portfelja, ki ob upoštevanju transakcijskih stroškov skupno maksimizirajo tveganju prilagojeno donosnost obstoječega portfelja. Identificiranje ustreznega zbira posameznih revizij portfelja se izvaja s pomočjo sofisticiranih kvantitativnih metod, kot je npr. kvadratno programiranje, ki omogočajo primerjavo vseh potrebnih stroškov in koristi. Pri spreminjanju portfelja si upravljavci nemalokrat pomagajo z izvedenimi finančnimi instrumenti, ki omogočajo hitro in poceni spreminjanje

---

Bogle in ga poimenoval Vanguard 500 Index Fund. Njegova investicijska politika je investirati v delnice ameriških podjetij, ki nastopajo v borznem indeksu S&P 500.

celotnih osnovnih razredov naložb in ne le posameznih vrednostnih papirjev (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 807).

### 3.5 Ugotavljanje uspešnosti upravljanja s portfeljem

Zadnji korak procesa investiranja se nanaša na periodično ugotavljanje uspešnosti portfelja ne le z vidika njegove donosnosti, ampak tudi z vidika njegove tveganosti. Le-to daje upravljavcem vzajemnih skladov nujno potrebne povratne informacije o procesu investiranja, da lahko vzpostavijo kontrolne mehanizme, ki omogočajo neprestano izboljševanje učinkovitosti investicijskega upravljanja. Pri tem morajo uporabljati tako ustrezna merila uspešnosti in tveganja, kot tudi izvajati primerjave z različnimi tržnimi indeksi oziroma normaliziranimi portfelji in/ali portfelji drugih vzajemnih skladov.

Merila uspešnosti, ki upoštevajo tako donosnost kot tveganje portfelja, merijo t.i. tveganju prilagojeno donosnost vzajemnih skladov, ki jo nato primerjamo z donosnostjo primerljivega portfelja (benchmark portfolio). Glede na to ali želimo izmeriti donosnost celotnega ali le dela portfelja danega vzajemnega sklada ločimo dve vrsti mer uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov. V prvo skupino meril uspešnosti prištevamo Sharpovo, v drugo pa Treynorjevo merilo uspešnosti. Jensenovo merilo uspešnosti, ki je prilagojeno tveganju portfelja, t.i. cenitveni koeficient, se uporablja pri merjenju uspešnosti portfelja, ki je kombinacija tržnega in aktivno upravljanega portfelja.

#### 3.5.1 Sharpovo merilo uspešnosti

Nobelov nagrajenec William F. Sharpe si je izmislil merilo uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov, ki primerja presežno donosnost<sup>97</sup> portfelja z variabilnostjo njegove donosnosti v določenem obdobju. **Sharpov koeficient** kaže realizirano presežno donosnost na enoto celotnega tveganja danega portfelja, pri čemer celotno tveganje predstavlja standardni odklon donosnosti tega portfelja. Sharpov koeficient kaže nagrado za enoto tveganja, izračunamo pa ga po naslednji formuli (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 846):

$$SR_p = \frac{(ar_p - ar_f)}{\sigma_p} \quad (1),$$

kjer sta  $ar_p$  in  $ar_f$  aritmetični sredini donosnosti portfelja in netvegane donosnosti v proučevanem obdobju,  $\sigma_p$  pa standardni odklon donosnosti portfelja v istem časovnem obdobju.

---

<sup>97</sup> Presežna donosnost je donosnost, ki presega donosnost netveganih naložb (državnih zakladnih menic). Imenuje se tudi premija za tveganje, saj predstavlja dodatno donosnost, ki jo vlagatelji zahtevajo, da so pripravljene prevzeti tveganja, ki izhajajo iz proučevanega portfelja.

V obdobju od leta 1926 do 1999 je investicija v delnice velikih podjetij ustvarila povprečno letno donosnost ob upoštevanju reinvestiranja dividend v višini 13,3%, s standardnim odklonom 20,1%, medtem ko je v enakem obdobju investicija v majhna podjetja prinesla kar 17,6% letno, s standardnim odklonom 33,6%. Povprečna letna donosnost enomesečnih zakladnih menic je v enakem obdobju znašala 3,8%, njihov standardni odklon pa je bil 3,2% (Francis, Ibbotson, 2002, str. 24).

Iz navedenih podatkov lahko izračunamo Sharpov koeficient za velika in majhna podjetja. Za velika podjetja je znašal 0,47, za majhna pa 0,41.<sup>98</sup> Primerjava obeh koeficientov nam pokaže, da je bila ob upoštevanju tveganja naložba v delnice velikih podjetij nekoliko učinkovitejša od naložbe v delnice majhnih podjetij, saj je prva ustvarila 47, druga pa »le« 41 bazičnih točk presežne donosnosti na enoto tveganja.<sup>99</sup>

Z absolutnim številom izračunanega Sharpovega koeficienta si ne moremo pomagati kaj dosti, čeprav pozitiven predznak kaže na dobro, negativen pa na slabo učinkovitost poslovanja vzajemnega sklada. Večjo informacijsko vrednost dobimo, če primerjamo Sharpove koeficiente primerljivih vzajemnih skladov med seboj.<sup>100</sup> Med skladi s podobno investicijsko politiko je uspešnejši sklad z višjim Sharpovim koeficientom. Obstaja tudi **Sharpov koeficient dodatne donosnosti** (differential return Sharpe ratio), ki namesto netvegane donosnosti v izračun vključuje donosnost primerljivega portfelja, ki jo je mogoče doseči s pasivnim upravljanjem premoženja. V tem primeru negativen rezultat kaže, da je bil z aktivnim upravljanjem portfelja dosežen slabši rezultat, kot bi ga lahko dosegli samo s pasivnim upravljanjem. S Sharpovim koeficientom dodatne donosnosti ocenjujemo uspešnost aktivnega v primerjavi s pasivnim upravljanjem vzajemnih skladov. Oba Sharpova koeficienta sta primerna pokazatelja presežne donosnosti celotnega portfelja vzajemnega sklada glede na enoto prevzetega tveganja, nista pa ustrezni merili uspešnosti posameznih delov portfelja znotraj celotnega premoženja nekega vzajemnega sklada.

---

<sup>98</sup> Izračun Sharpovega koeficienta za velika podjetja je  $(13,3-3,8)/20,1=0,473$ , za majhna pa  $(17,6-3,8)/33,6=0,411$ .

<sup>99</sup> Za primerjavo naj navedemo, da je naložba v dolgoročne podjetniške obveznice v enakem obdobju omogočila realizacijo presežne donosnosti v višini 24 bazičnih točk, v dolgoročne državne obveznice ZDA pa zgolj 18 bazičnih točk na enoto tveganja.

<sup>100</sup> Z njim lahko primerjamo tudi donosnosti vzajemnih skladov z različnimi investicijskimi politikami, vendar v tem primeru ugotavljamo, katera investicijska politika je omogočila doseganje višje presežne donosnosti na enoto variabilnosti oziroma tveganja in ne kateri izmed upravljavcev je bil uspešnejši pri izvajanju točno določene investicijske politike.

### 3.5.2 Treynorjevo merilo uspešnosti

Kadar premoženje vzajemnega sklada upravlja več upravljalcev, mora DZU oceniti njihovo uspešnost glede na sistematično tveganje, saj bi jih drugače kaznovala za prevzemanje nesistematičnega tveganja, ki ga prevzemajo po njeni želji. Sistematično tveganje je tveganje, ki ga z razpršitvijo naložb ni moč odpraviti.<sup>101</sup> Merilo uspešnosti, ki donosnost prilagodi samo za sistematično tveganje, se imenuje **Treynorjev koeficient**. Od Sharpovega koeficienta se razlikuje tako, da kaže premijo za tveganje na enoto sistematičnega namesto celotnega tveganja. Izračunamo ga po naslednji formuli (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 843):

$$TR_p = \frac{(ar_p - ar_f)}{\beta_p} \quad (2),$$

kjer je  $ar_p$  aritmetično povprečje donosnosti dela portfelja v proučevanem obdobju,  $ar_f$  aritmetično povprečje netvegane donosnosti v tem obdobju,  $\beta_p$  pa koeficient beta portfelja v istem časovnem obdobju.

**Koeficient beta** je mera sistematičnega tveganja in kaže občutljivost posameznega vrednostnega papirja (ali portfelja) na gibanje celotnega trga vrednostnih papirjev (tržnega indeksa). Dobimo jo s pomočjo linearne regresije, kjer je donosnost vrednostnega papirja (portfelja) pojasnjena (odvisna), donosnost tržnega indeksa oziroma tržnega portfelja pa pojasnjevalna (neodvisna) spremenljivka. Rezultat te regresije je **karakteristična premica** (characteristic line) danega vrednostnega papirja, koeficient beta pa je regresijski koeficient, ki kaže njen naklon. Karakteristično premico določenega vrednostnega papirja lahko zapišemo na naslednji način (Francis, Ibbotson, 2002, str. 169).

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{M,t} + e_{i,t} \quad (3),$$

pri čemer je  $r_{i,t}$  donosnost vrednostnega papirja  $i$  v danem časovnem obdobju  $t$ ,  $r_{M,t}$  donosnost tržnega indeksa (tržnega portfelja) v istem obdobju  $t$ ,  $\alpha_i$  in  $\beta_i$  sta oceni regresijske konstante in regresijskega koeficienta v obdobju  $t$ ,  $e_{i,t}$  pa nepojasnjena preostala donosnost vrednostnega papirja  $i$  v obdobju  $t$ .<sup>102</sup> Enačba karakteristične premice nam pokaže še, da je celotno donosnost vrednostnega

---

<sup>101</sup> Sistematičnemu tveganju pravimo tudi tržno tveganje, saj odraža tveganje, ki ga v danem trenutku vsebujejo vsi vrednostni papirji določene temeljne vrste naložb (npr. delnic, obveznic, ipd.).

<sup>102</sup> Regresijska konstanta kaže presečišče premice z ordinatno osjo, regresijski koeficient beta izraža njen naklon, nepojasnjena preostala donosnost pa vpliv slučajnih in nepojasnjenih dejavnikov na donosnost vrednostnega papirja  $i$ .

papirja  $i$  v proučevanem obdobju  $t$  možno razdeliti na donosnost, ki se z razpršitvijo naložb spreminja ( $\alpha_i + e_{i,t}$ ) in donosnost, ki pri tem ostaja enaka ( $\beta_i r_{M,t}$ ).<sup>103</sup>

Koeficient beta  $i$ -tega vrednostnega papirja matematično izračunamo po naslednji formuli:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_M)}{\text{var}(r_M)} \quad (4),$$

kjer je  $\text{cov}(r_i, r_M)$  kovarianca med donosnostjo  $i$ -tega vrednostnega papirja in donosnostjo tržnega portfelja (tržnega indeksa) v danem časovnem obdobju,  $\text{var}(r_M)$  pa varianca donosnosti tržnega portfelja (indeksa) v istem proučevanem obdobju. Beta koeficient v višini 1,35 pomeni, da se bo ob povečanju (zmanjšanju) vrednosti povprečne naložbe na trgu vrednostnih papirjev za določen odstotek za 1,35-kratnik tega odstotka povečala (zmanjšala) tudi vrednost proučevane naložbe.

Beta koeficient portfelja je enaka tehtanemu povprečju bet posameznih vrednostnih papirjev, ki ga sestavljajo, pri čemer so uteži njihovi deleži v tem portfelju. Enačba za beto portfelja je:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i r_i \quad (5),$$

kjer  $n$  predstavlja število vrednostnih papirjev,  $X_i$  delež,  $r_i$  pa donosnost  $i$ -tega vrednostnega papirja v portfelju.

Portfelju z beto večjo od 1, kar pomeni, da je njegova donosnost bolj volatilna od povprečne donosnosti na trgu (tržne donosnosti), pravimo agresivni portfelj. Kadar govorimo o defenzivnem portfelju, mislimo na portfelj, katerega beta je manjša od 1 oziroma na portfelj, katerega donosnost v manjšem obsegu sledi tržni donosnosti.

Pri Treynorjevem koeficientu negativna vrednost pomeni slabo upravljanje, uspešnost upravljanja posameznega upravljavca pa lahko določimo le s primerjavo dosežkov drugih upravljavcev ali primerljivega portfelja. Če predpostavimo, da je aritmetično povprečje dela portfelja  $ar_p$  enako 11% na letni

---

<sup>103</sup> Tako tudi celotno tveganje delimo na nesistematično in sistematično oziroma tržno tveganje. Nesistematično oziroma vrednostnemu papirju specifično tveganje lahko z razpršitvijo sredstev v večje število vrednostnih papirjev zmanjšamo, medtem ko se tržno tveganje pri tem ne spremeni.

ravni, aritmetično povprečje netvegane donosnosti  $ar_f$  v istem obdobju 2%, koeficient beta dela portfelja  $\beta_p$  pa 0,8, lahko izračunamo Treynorjev koeficient, ki znaša 0,1125, kar pomeni, da je za vsako dodatno enoto prevzetega tveganja portfelj pridobil 11,25% donosnost. Visoka vrednost Treynorjevega koeficienta v primerjavi z vrednostjo koeficienta drugih upravljavcev pomeni, da je upravljavec ustvaril superiorno donosnost. Na žalost pa pri tem ne moremo vedeti, ali je ta donosnost rezultat znanja in izkušenj ali le sreče.

### 3.5.3 Jensenovo merilo uspešnosti

Podobno kot Treynor je tudi Jensen razvil merilo uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov, ki upošteva, da posamezen del portfelja ne more biti tako razpršen kot celoten portfelj in se nanaša na odnos med donosnostjo in sistematičnim tveganjem portfelja. **Jensenov koeficient** opredelimo kot razliko med povprečno donosnostjo portfelja in povprečno donosnostjo primerljivega (benchmark) portfelja, pri čemer za primerljiv portfelj vzamemo pričakovano donosnost portfelja, ocenjeno s pomočjo modela določanja cen dolgoročnih naložb (Capital Asset Pricing Model).<sup>104</sup>

$$\alpha_p = ar_p - [ar_f + (ar_M - ar_f)\beta_p] \quad (6),$$

kjer je  $\alpha_p$  mera uspešnosti, ki se imenuje tudi Jensenova alfa,  $\beta_p$  beta portfelja (ocena tveganja portfelja),  $ar_p$  aritmetično povprečje donosnosti portfelja,  $ar_f$  aritmetično povprečje netvegane donosnosti in  $ar_M$  aritmetično povprečje donosnosti tržnega portfelja (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 839). Če je Jensenova alfa pozitivna, potem je donosnost portfelja višja od donosnosti primerljivega (tržnega) portfelja, kar kaže na superiorno uspešnost upravljavca.

Če predpostavimo, da je povprečna letna donosnost portfelja 12%,  $\beta_p$  0,8, povprečna letna donosnost zakladnih menic 2,5% in povprečna letna donosnost tržnega portfelja 12%, lahko izračunamo Jensenovo alfo, ki znaša  $\alpha_p = 12 - [2,5 + (12 - 2,5)0,8] = 1,9\%$ . Alfa v višini 1,9% pomeni, da je donosnost portfelja nad donosnostjo, ki bi jo lahko pričakovali ob upoštevanju tržnega tveganja. Ker tveganju prilagojena letna tržna donosnost znaša 7,6% nad letno

<sup>104</sup> Po CAPM modelu je povprečna donosnost danega portfelja enaka vsoti povprečne netvegane donosnosti in premije za tveganje portfelja. Premija za tveganje je produkt med tržno premijo za tveganje in koeficientom beta portfelja. Tržno premijo za tveganje pa izračunamo kot razliko med povprečno (zahtevano) donosnostjo tržnega portfelja (tržnega indeksa) in povprečno netvegano donosnostjo, pri čemer tržni portfelj definiramo kot portfelj, ki je sestavljen iz vseh na trgu razpoložljivih naložb, delež premoženja, ki je naložen v posamezno naložbo, pa je enak deležu celotne tržne vrednosti naložbe v skupni tržni vrednosti vseh naložb.

donosnostjo zakladnih menic, je upravljavec sestavil portfelj, ki je »premagal trg«, saj tveganju prilagojena letna donosnost portfelja znaša 9,5% nad letno donosnostjo zakladnih menic.

Slabost Jensenove alfe je, da je ne moremo uporabiti za rangiranje vzajemnih skladov glede na njihovo donosnost, saj bi jo morali prilagoditi za tveganje proučevanega portfelja.<sup>105</sup> Le-to storimo tako, da Jensenov koeficient delimo z oceno nesistematičnega (portfelju specifičnega) tveganja. Tako dobimo novo merilo uspešnosti, ki se imenuje **cenitveni koeficient** (appraisal ratio). Izračunamo ga po naslednji formuli (Francis, Ibbotson, 2002, str. 491):

$$AR_p = \frac{\alpha_p}{SE(e_p)} \quad (7),$$

kjer je  $\alpha_p$  Jensenovo merilo uspešnosti,  $SE(e_p)$  pa standardna napaka ocene nepojasnjene variance donosnosti portfelja, ki je ni moč pojasniti s spreminjanjem izbranega tržnega oziroma primerljivega portfelja. Cenitveni koeficient meri presežno donosnost (nad donosnostjo primerljivega portfelja) na enoto sprejetega nesistematičnega tveganja, ki ga z razpršitvijo portfelja na tistega, ki bi ustrezal tržnemu indeksu, lahko odpravimo.<sup>106</sup> Pozitivna vrednost cenitvenega koeficienta pomeni nadpovprečno uspešnost in čim višja kot je njegova absolutna vrednost, tem bolj uspešen je upravljavec pri upravljanju portfelja vzajemnega sklada. Cenitveni koeficient uporabljamo za merjenje uspešnosti portfeljev, ki so kombinacija tržnega in aktivno upravljanega portfelja, saj izboljšuje Sharpovo merilo uspešnosti celotnega portfelja.<sup>107</sup>

Sharpov, Treynorjev, Jensenov in cenitveni koeficient so lahko ustrezne mere uspešnosti portfeljev, kadar se ukvarjamo z izbiro posameznih naložb, manj pa so primerni za ocenjevanje uspešnosti upravljavcev, ki so omejeni z ozko opredeljenimi investicijskimi strategijami. V tem primeru si moramo pomagati z uporabo normaliziranih portfeljev, ki so primerljivi tako po strukturi naložb, kot tudi po tveganju z njihovimi specifičnimi portfelji.

---

<sup>105</sup> Če primerjamo dva portfelja z enako presežno donosnostjo (imata enako Jensenovo alfo), a ima prvi več sistematičnega tveganja (višjo beto) kot drugi, lahko že s pomočjo Treynorjevega koeficienta ugotovimo, da je upravljavec drugega portfelja bolj uspešen pri upravljanju premoženja.

<sup>106</sup> Cenitveni koeficient, ki znaša 0,15 pove, da bi lahko upravljavec s prevzemanjem dodatne enote tveganja, ki ga je možno odpraviti z razpršitvijo portfelja, realiziral za 0,15% višjo tveganju prilagojeno presežno donosnost nad donosnostjo tržnega oziroma primerljivega portfelja.

<sup>107</sup> V primeru, da primerjamo uspešnosti posameznih delov portfelja, ki ne morejo biti predstavljeni z določenim tržnim indeksom moramo za merilo uspešnosti uporabiti Treynorjev in ne cenitveni koeficient (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 817).

## 4 VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI

V Sloveniji so se kmalu po osamosvojitvi pojavili prvi vzajemni skladi, ki so jih upravljale borznoposredniške hiše ali oddelki investicijskega bančništva v bankah. Tako je že 1. januarja 1992 borznoposredniška hiša PM&A ustanovila prvi vzajemni sklad Galileo in je še vedno največji vzajemni sklad pri nas.<sup>108</sup> Od 16. marca 1996 dalje ga upravlja Kmečka družba, ki se je v je 16. julija 2001 preimenovala v KD investments DZU. Konec leta 1992 se mu je pridružil vzajemni sklad LBM Piramida pod upravljanjem LB Maksime. V letu 1993 so bili ustanovljeni trije vzajemni skladi, leto dni kasneje pa kar osem (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 109). Tako je v Sloveniji do konca leta 1994 obstajalo že 13 vzajemnih skladov, ki so delovali brez zakonodaje, ki bi urejala njihovo poslovanje.

V letu 1994 sta bila sprejeta dva zakona, ki sta postavila temeljni zakonski okvir za delovanje družb za upravljanje, investicijskih in s tem tudi vzajemnih skladov pri nas. S sprejetjem Zakona o trgu vrednostnih papirjev (Ur.l. RS, št. 6/94) je bila ustanovljena Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki skrbi za nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje in ustanovitev investicijskih skladov ter družb za upravljanje ter nadzor nad njihovim poslovanjem. Sprejetje Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) (Ur.l. RS, št. 6/94) pa je pomenilo, da so morali vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje. S to zahtevo ter ostalimi pogoji in obvezami, ki jih je prinesel ta zakon so mnoge borznoposredniške hiše opustile idejo o upravljanju vzajemnih skladov. Po letu 1995 je bilo ustanovljenih le še 8 novih vzajemnih skladov, od teh dva v letošnjem letu, po sprejemu novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Ur.l. RS, št. 110/02), eden izmed njih pa je bil konec aprila 2001 likvidiran.<sup>109</sup> ZISDU-1 je nadomestil prejšnji ZISDU in je prinesel precej novosti na področju upravljanja vzajemnih skladov. Najpomembnejša izmed njih je gotovo odprava omejitve pri investiranju v tuje vrednostne papirje. Vzajemni skladi, ki so prilagojeni določbam ZISDU-1 (in ne nosijo oznake »poseben«) lahko več kot 10% njihovih zbranih sredstev investirajo v tuje vrednostne papirje, kar jim omogoča, da vlagateljem ponudijo bistveno večjo razpršenost tveganja njihovih

---

<sup>108</sup> Njegov tržni delež po čisti vrednostni sredstev je ob koncu lanskega leta znašal 43,6% (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002, 2003, str. 34).

<sup>109</sup> Aprila 2001 je bil likvidiran vzajemni sklad Miha, ki ga je upravljala družba za upravljanje KBM Infond. V letošnjem letu je družba za upravljanje Medvešek Pušnik DZU ustanovila vzajemna sklada MP-Global.si in MP-Plus.si, ki sta trenutno tudi edina, ki sta prilagojena določbam novega zakona ZISDU-1 (sprejet je bil 29.11.2002, veljati pa je začel 2.1.2003). Vsi ostali vzajemni skladi trenutno še niso prilagojeni določbam tega zakona, zato morajo v svojem imenu nositi oznako »poseben«.



naložb kot so jo lahko ponudili do nedavnega.<sup>110</sup> Druge pomembne spremembe, ki jih prinaša nov zakon ZISDU-1 so še sprostitev možnosti vlaganja v enote in delnice drugih investicijskih skladov ter vlaganja v izvedene finančne instrumente, hkrati pa ponuja tudi možnost ustanavljanja novih vrst investicijskih skladov, kot so indeksni investicijski sklad, namenski investicijski sklad, investicijski sklad denarnega trga in sklad skladov.<sup>111</sup>

V Sloveniji imamo tri od štirih osnovnih vrst vzajemnih skladov in sicer delniške, obvezniške ter mešane vzajemne sklade. Če 18 vzajemnih skladov, kolikor jih je poslovalo ob koncu lanskega leta, razporedimo glede na delež delnic v njihovem portfelju, ugotovimo, da šest skladov sodi med delniške (Rastko, Živa, Skala, Delniški, Galileo in S.P.D), devet med mešane (Hrast, Modra kombinacija, Vipek, Zajček, Triglav Renta, Alfa, Polžek, Vizija in LBM Piramida), trije pa so obvezniški (Pika, KD Bond in Sova).<sup>112</sup> **Delniški skladi** so imeli ob koncu leta 2002 **70,7%** tržni delež glede na čisto vrednost sredstev v upravljanju, na drugem mestu so s **25,9%** deležem bili **mešani skladi**, delež **obvezniških skladov** pa je znašal le borih **3,4%**. Čisto vrednost sredstev posebnih vzajemnih skladov ob koncu leta za zadnjih sedem let povzemamo v tabeli 2.

Tabela 2: Čista vrednost sredstev posebnih vzajemnih skladov po posameznih letih od leta 1996 do 2002<sup>113</sup>

Datum	Čista vrednost sredstev (v mio SIT)
31.12.1996	2.212,40
31.12.1997	2.747,26
31.12.1998	4.419,58
31.12.1999	8.672,25
31.12.2000	10.620,37
31.12.2001	14.629,24
31.12.2002	55.375,48

Vir: Spletna stran portala vzajemnih skladov Vzajemci.com, 2003, URL: [http://www.vzajemci.com/Sredstva\\_VS/Slovenija/CVS\\_SLO\\_DZU\\_in\\_VS.htm](http://www.vzajemci.com/Sredstva_VS/Slovenija/CVS_SLO_DZU_in_VS.htm)

<sup>110</sup> Po ZISDU so vzajemni skladi lahko le 10% premoženja investirali v tuje vrednostne papirje, zato so bili skoraj povsem odvisni od gibanj cen vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi.

<sup>111</sup> Poleg teh je pomembna novost tudi zahteva, da morajo družbe za upravljanje za račun vzajemnih skladov s skrbnikom skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev.

<sup>112</sup> Kot kriterij za razdelitev skladov sem upošteval več kot 66% delež investiranega premoženja sklada v določeno temeljno vrsto naložb. Skladi v oklepaju so naštetih po padajočem deležu delnic v njihovem portfelju. Pri razdelitvi skladov sem si pomagal s podatki o strukturi naložb vzajemnih skladov, ki jih morajo DZU mesečno poročati Agenciji za trg vrednostnih papirjev na obrazcih ISM-1. Te obrazce najlažje dobite na spletnih straneh Združenja družb za upravljanje investicijskih skladov – GIZ (URL: <http://www.zdu-giz.si/ism1.html>).

<sup>113</sup> Obseg čiste vrednosti sredstev vzajemnih skladov je 10.10.2003 narasel na 75.854,33 mio SIT.

V Sloveniji so vzajemni skladi, tako kot v večini primerov v svetu, organizirani po tradicionalni obliki, kjer DZU upravlja vzajemni sklad, katerega lastniki niso hkrati pomembnejši lastniki DZU. Družbe za upravljanje KD Investments, KBM Infond in Abančna DZU so ob koncu lanskega leta upravljale vsaka po tri vzajemne sklade, Primorski skladi dva vzajemna sklada, preostale DZU pa po en vzajemni sklad. Njihove tržne deleže glede na obseg čiste vrednosti sredstev v upravljanju podajamo v tabeli 3.

Tabela 3: Deleži posameznih DZU pri upravljanju vzajemnih skladov na dan 31.12.2002, merjeno po obsegu čiste vrednosti sredstev v upravljanju

DZU	ČVS (v mio SIT)	Delež (v %)
KD Investments	33.570,24	60,64
Probanka DZU	7.152,17	12,92
KBM Infond DZU	3.735,90	6,75
Krekova družba DZU	3.161,26	5,71
Abančna DZU	2.996,61	5,41
Ilirika DZU	1.437,52	2,60
Primorski skladi	1.085,25	1,96
AVIP DZU	823,90	1,49
Vizija DZU	660,64	1,19
LB Maksima	561,78	1,01
Triglav DZU	174,71	0,32
<b>Skupaj</b>	<b>55.359,98</b>	<b>100,00</b>

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002, 2003, str. 34-35.

V Sloveniji lahko posebni vzajemni skladi do njihove prilagoditve določbam zakona ZISDU-1 vlagajo zbrano finančno premoženje v osnovne, ne pa tudi v izvedene (izpeljane) finančne instrumente. Tako med njihovim premoženjem prevladujejo naložbe v delnice, s katerimi se trguje na domačem organiziranem trgu vrednostnih papirjev.<sup>114</sup> Pregled agregatne strukture naložb slovenskih vzajemnih skladov v obdobju od leta 1999 do 2002 povzemamo v tabeli 4, ki se nahaja v prilogi 4.

## 5 MODEL POVPRŠEVANJA PO TOČKAH VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

### 5.1 Pregled relevantne strokovne literature

Vlagatelji imajo pri odločitvah o investiranju v vzajemne sklade največkrat na razpolago le podatke o stroških in donosnosti vzajemnega sklada iz preteklosti.

<sup>114</sup> Teh je bilo ob koncu leta 2002 kar za 34,9 milijarde SIT oziroma 63% vseh naložb.

Akademiki že vrsto let proučujejo ali lahko podatki o preteklih donosnostih pomagajo napovedati donosnosti vzajemnih skladov v prihodnje. Najvplivnejši članek na tem področju je napisal Jensen (1968, str. 415), v katerem je analiziral uspešnost vzajemnih skladov v času od 1945 do 1964 leta ter zaključil, da pretekla donosnost vzajemnih skladov ne more služiti za napovedovanje njihove donosnosti v prihodnje. Hendricks, Patel in Zeckhauser (1990, str. 17) so pri odprtih vzajemnih skladih v obdobju od leta 1974 do 1987 ugotovili, da pri skladih, ki so v preteklem letu poslovali nadpovprečno, lahko tudi v bližnji prihodnosti (od enega do osmih četrletjih) pričakujemo, da bodo ustvarili nadpovprečne donosnosti. Ugotovili so še, da so se vzajemni skladi, ki so v preteklem letu poslovali najslabše, slabo izkazali tudi v bližnji prihodnosti. Pojav vztrajanja pri donosnosti (performance persistence) je bil statistično bolj značilen pri slabih kot pa pri dobrih skladih. Malkiel (1995, str. 551) je pri proučevanju delniških vzajemnih skladov v obdobju od 1971 do 1991 odkril pojav vztrajanja pri donosnosti za sklade, ki so v preteklosti dosegali nadpovprečne donosnosti (t.i. zmagovalci) v obdobju od leta 1971 do 1979, medtem ko zmagovalci niso ponavljali uspehov v obdobju od leta 1980 do 1990. Podobno je veljalo tudi za sklade, ki so v obeh podobdobjih poslovali podpovprečno. Poleg tega so bili rezultati njegove analize pod vplivom pristranskosti preživetja (survivorship bias).<sup>115</sup> Brown in Goetzmann (1995, str. 687) sta pri analizi delniških vzajemnih skladov od leta 1976 do 1988 ugotovila, da so zmagovalci v osmih od dvanajstih proučevanih letih statistično značilno v večini ostali zmagovalci, medtem ko so se zmagovalci v dveh enoletnih obdobjih (leta 1980 in 1987) v večini primerov

---

<sup>115</sup> Vzorec je pod vplivom pristranskosti preživetja (survivorship bias), kadar zajema le tiste vzajemne sklade, ki so preživeli celotno opazovano obdobje, ne pa tudi tistih, ki so v tem obdobju propadli ali pa bili prevzeti s strani drugih skladov. Pristranskost se kaže v izračunu donosnosti skladov, saj običajno zelo nizke donosnosti (ali celo negativne) skladov, ki niso preživeli, niso bile upoštevane pri izračunih. Pojav vztrajanja pri donosnosti vzajemnih skladov je zato lahko bolj izrazit kot če bi upoštevali tudi propadle oziroma prevzete sklade. V Malkielovi raziskavi (1995, str. 551) opazovani vzorec ni vključeval tistih skladov, ki so med letoma 1971 in 1990 bodisi propadli bodisi bili prevzeti s strani drugih skladov. Problem pristranskosti preživetja pri izračunanvanju povprečnih donosnosti narašča z dolžino proučevanega časovnega razdobja in sicer po padajoči stopnji. Tako naj bi bil vpliv pristranskosti preživetja pri enoletnih vzorcih zanemarljiv (povprečna donosnost naj bi bila večja za 0,07 odstotne točke v pristranskem vzorcu glede na nepristranskega), medtem ko naj pri 15-letnih vzorcih ne moremo ovreči hipoteze, da razlika v donosnosti znaša 1 odstotno točko. Za 15-letne vzorce in daljše naj bi bila ocena višje letne donosnosti za 1 odstotno točko dober približek ocene pristranskosti preživetja (Carhart et al., 2002, str. 1452). Več o problemu pristranskosti preživetja lahko najdete še v člankih Survivorship Bias in Performance Studies (Brown et al., 1992, str. 553-580), The Persistence of Mutual Fund Performance (Grinblatt, Titman, 1992, str. 1977-1984), Survivorship Bias and Mutual Fund Performance (Elton, Gruber, Blake, 1996, str. 1097-1120), Survivorship Bias and Attrition Effects in Measures of Performance Persistence (Carpenter, Lynch, 1999, str. 337-374) in Induced persistence or reversals in fund performance?: the effect of survivorship bias (Hallahan, Faff, 2001, str. 119-126).

izkazali za poražence v naslednjem letu.<sup>116</sup> Najmočneje izražen pojav vztrajnosti sta ugotovila v sedemdesetih in zgodnjih osemdesetih letih prejšnjega stoletja, kar je bilo v skladu z Malkielovo raziskavo. Carhart (1997, str. 58) je analiziral 1.892 delniških skladov v obdobju od januarja 1962 do decembra 1993, pri čemer je vzorec oblikoval tako, da ni bil pod vplivom pristranskosti preživetja. Ugotovil je, da pojav vztrajanja pri donosnosti velja pri najslabših skladih, medtem ko pri najboljših skladih pojav velja v precej manjši meri in še to le za donosnosti v naslednjem, ne pa tudi za kasnejša leta.<sup>117</sup> Kasneje je s kolegi pri analiziranju vpliva pristranskosti preživetja podaljšal proučevano obdobje še za dve leti in ponovno potrdil, da pojav vztrajanja pri donosnosti velja tako pri vzorcu, ki je pod vplivom pristranskosti preživetja, kot pri tistih, ki pod tem vplivom niso (Carhart et al., 2002, str. 1460-1461). Pojav vztrajanja pri donosnosti sta za domače delniške vzajemne sklade v ZDA v obdobju od januarja 1975 do decembra 2000 potrdila tudi Ibbotson in Patel (2002, str. 11).<sup>118</sup>

Povezavo med donosnostjo in neto denarnim tokom v vzajemne sklade so potrdili mnogi raziskovalci, ki so proučevali različne vrste skladov v različnih obdobjih. Ippolito (1992, str. 56) je v vzorcu 143 vzajemnih skladov v petindvajsetletnem obdobju odkril močno, pozitivno in statistično visoko značilno povezavo med neto denarnim tokom in donosnostjo vzajemnih skladov.<sup>119</sup> Pokazal je, da so vlagatelji v obdobju od leta 1965 do 1984 vlagali sredstva zlasti v tiste vzajemne sklade, ki so se v preteklem letu izkazali kot nadpovprečno uspešni, skladi z nizko uspešnostjo pa so bili deležni neto odlivov, tako da se je tržni delež uspešnih skladov povečeval na račun neuspešnih. Vlagatelji so podpovprečne sklade kaznovali tako z neinvestiranjem novih sredstev kot tudi s prodajami naložb, ki so jih v preteklosti vložili v te skladih, pri čemer je bil vpliv neinvestiranja novih razpoložljivih sredstev bistveno močnejši od vpliva prodaje obstoječih naložb.

---

<sup>116</sup> Brown in Goetzmann sta vzorec oblikovala tako, da je v čim manjši meri bil izpostavljen vplivom pristranskosti preživetja. Vzorec je zajemal 372 delniških vzajemnih skladov v letu 1976 in je postoma naraščal do števila 829 v letu 1988, pri čemer je število skladov najbolj naraščalo v obdobju med 1983 in 1988 letom (Brown, Goetzmann, 1995, str. 681).

<sup>117</sup> Najslabši skladi predstavljajo tistih 10% (deseti decil) vseh skladov, ki so v proučevem obdobju dosegli najnižjo donosnost. Nasprotno najboljši skladi predstavljajo zgornjih 10% (prvi decil) vseh skladov glede na donosnost. Vzajemni skladi iz prvega decila so imeli 17% verjetnost, da bodo tudi naslednje leto ostali med desetimi odstotki najdonosnejših skladov, medtem ko je verjetnost, da bodo najslabši skladi v naslednjem letu ostali v desetem decilu oziroma prenehali obstajati znašala kar 46% (Carhart, 1997, str. 78.).

<sup>118</sup> Ponavljanje zmagovalcev je veljalo za 5% najuspešnejših skladov, medtem ko tega nista mogla potrditi za zgornje štiri centile, kar naj bi bilo v skladu z dejstvom, da se v sam vrh vzajemnih skladov po uspešnosti vsako leto uvrščajo skladi, ki so manj diverzificirani in imajo bistveno manj zanesljivo donosnost kot najuspešnejši skladi tik pod njimi.

<sup>119</sup> Pri raziskavi je Ippolito uporabil bazo družbe Wiesenberger Inc. in v vzorec vključil vse vzajemne sklade, ki so obstajali v letu 1965. Takrat so ti skladi upravljali približno 80% vseh sredstev v upravljanju s strani vzajemnih skladov.

Vlagatelji so močnejše reagirali na preteklo donosnost pri skladih, ki niso zaračunavali vstopne ali izstopne provizije kot pa pri tistih, ki so takšno provizijo zaračunavali. Chevalier in Ellison (1995, str.12) pa sta opazili večjo občutljivost neto denarnih tokov in posledično njihove rasti na njihovo donosnost v preteklem in predpreteklem letu pri skladih starih od dveh do pet let, kot pri skladih, ki so bili stari šest let ali več.<sup>120</sup> Pri analiziranju obnašanja vlagateljev v 270 delniških vzajemnih skladov v obdobju od januarja 1985 do decembra 1994 je Gruber (1996, str. 800) ugotovil, da bolj kot so bili skladi donosni v preteklem letu oziroma v preteklih treh letih, večji neto denarni tok lahko pričakujejo v naslednjem letu.<sup>121</sup> Vzajemni skladi v spodnjem decilu (z najnižjo letno donosnostjo v preteklem obdobju) so imeli v tekočem letu v povprečju za 40,4 milijonov USD neto odlivov, medtem ko so v proučevanem obdobju skladi v zgornjem decilu imeli povprečne neto prilive v višini 152,4 milijonov USD.<sup>122</sup> Pri vzajemnih skladih v spodnjem decilu so neto denarni odlivi predstavljali 15,4% vseh sredstev v upravljanju, prilivi v 10% najuspešnejših skladov pa so znašali kar 29% sredstev v upravljanju konec preteklega leta.<sup>123</sup>

Navedene raziskave so proučevale vpliv donosnosti pred davki na neto denarni tok v vzajemne sklade, novejša raziskava pa dajejo večji poudarek vplivu donosnosti po odvedbi davkov na kapitalski dobiček in dividende oziroma obresti. Za delniške vzajemne sklade v obdobju med 1993 in 1999 letom velja, da so donosnosti po odvedbi davkov bolje pojasnjevale neto denarni tok v vzajemne sklade kot pa donosnosti pred davki.<sup>124</sup> Skladi, ki so v svojem portfelju vsebovali

---

<sup>120</sup> Chevalier in Ellison sta proučevali 449 delniških vzajemnih skladov v enajstletnem obdobju (1983 – 1993), pri čemer sta uporabljali bazo družbe Morningstar Inc..

<sup>121</sup> Gruber je iz vzorca izključil vse sklade, ki so bili konec leta 1984 v publikaciji Mutual Funds Panorama družbe Wiesenberger Inc. označeni kot specializirani delniški skladi, delniški skladi, ki nalagajo v tuje delnice in uravnoteženi vzajemni skladi ter delniške sklade, katerih sredstva v upravljanju so bila manjša od 15 milijonov USD. Skladi v proučevanem vzorcu so upravljali 77,2% sredstev v upravljanju vseh delniških skladov, ki so obstajali konec leta 1984.

<sup>122</sup> Pri tej analizi je bilo v vzorec vključenih 227 delniških vzajemnih skladov, ki so obstajali januarja 1982.

<sup>123</sup> Težava pri izražanju neto denarnih tokov v absolutni vrednosti (v dolarjih) je v tem, da lahko imajo večji vzajemni skladi večje absolutne neto denarne prilive ne glede na njihovo uspešnost, medtem ko lahko izražanje v relativni vrednosti (glede na delež sredstev v upravljanju) povečuje neto denarni tok v primeru zelo majhnih skladov (Gruber, 1996, str. 798-799). Za nadaljevanje Gruberjeve raziskave v smislu vpliva neto denarnih tokov na prihodnjo donosnost vzajemnih skladov glej članek *Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investors' Fund Selection Ability* (Zheng, 1999, str. 901-933).

<sup>124</sup> Pri analizi sta Bergstresser in Poterba uporabila bazo družbe Morningstar Inc. o delniških vzajemnih skladih v ZDA, ki so bili na trgu vsaj tri leta ali več. Pri naknadni vključitvi mlajših skladov nista ugotovila bistvenih razlik v rezultatih. Iz vzorca sta izključila tudi sklade, ki investirajo v posamezne panoge ali so namenjeni institucionalnim vlagateljem ter sklade, ki so se zaprli za nove vlagatelje. V začetku proučevanega obdobja leta 1993 je vzorec zajemal 541, število skladov

vrednostne papirje z visokimi nerealiziranimi kapitalskimi dobički, so imeli, ceteris paribus, manjše neto denarne prilive kot skladi brez takšnih nerealiziranih dobičkov (Bergstresser, Poterba, 2002, str. 412-414).<sup>125</sup>

V strokovni literaturi se večina raziskav, ki proučujejo odnos med neto denarnim tokom in donosnostjo, ukvarja z neto denarnim tokom na ravni posameznih vzajemnih skladov, kjer je bolj poudarjena tekmovalnost med različnimi skladi za prihranke vlagateljev, medtem ko je na agregatni ravni bolj pomemben neto denarni tok v vzajemne sklade ne glede na to, kateri vzajemni sklad ima prilive ali odlive oziroma ali določeni skladi pridobivajo sredstva na račun drugih. Neto agregatni denarni tok v delniške vzajemne sklade sta kot odvisno spremenljivko v linearnem regresijskem modelu pojasnjevala Sirri in Tufano (1998, str. 1595).<sup>126</sup> Ugotovila sta, da je bil v obdobju od decembra 1971 do decembra 1990 neto denarni tok v vzajemne sklade odvisen od donosnosti vzajemnih skladov v preteklosti, pri čemer so bile odločitve finančnih investorjev asimetrične. To pomeni, da so finančni investitorji neproporcionalno več vlagali v tiste vzajemne sklade, ki so v preteklosti ustvarili boljše rezultate, medtem ko iz neuspešnih skladov niso niti približno izstopali v takšni meri.<sup>127</sup> K manjši občutljivosti neto denarnih tokov od pretekle donosnosti pri neuspešnih skladih pripomore tudi trženje vzajemnih skladov, saj so po eni strani največje medijske pozornosti deležni prav nadpovprečno uspešni skladi oziroma zvezde, hkrati pa skladi tudi sami intenzivno oglašujejo svojo preteklo donosnost, medtem ko po drugi strani neuspešni skladi le-te ne poudarjajo, kakor jih tudi mediji ne hvalijo prav pogosto (Sirri, Tufano, 1998, str. 1620). Warther (1995, str. 211-212) je proučeval neto denarne tokove na makroekonomski ravni od januarja 1984 do decembra 1992 v ZDA in ugotovil, da je nepričakovan neto denarni tok v posamezne vrste skladov (delniške, obvezniške in tiste, ki nalagajo v plemenite kovine) odvisen od tekoče

---

pa je pospešeno naraščalo in v letu 1999 doseglo število 1.906, tako da je v celotnem obdobju vzorec zajemal 7.798 sklad-let.

<sup>125</sup> Takšni rezultati so nedvomno pod vplivom davčne zakonodaje v ZDA in te ugotovitve ne veljajo za Slovenijo.

<sup>126</sup> Pri analizi sta za neto denarne tokove uporabila podatke družbe Investment Company Data Institute. Iz vzorca sta izključila delniške vzajemne sklade, ki so pretežno nalagali sredstva v tuje vrednostne papirje ali pa v posamezne panoge. Kljub temu je v dvajsetletnem proučevanem obdobju vzorec zajemal 87% vseh sredstev v upravljanju oziroma 71% glede na število vseh vzajemnih skladov v ZDA. Vzorec je bil pod vplivom pristranskosti preživetja, razen v obdobju od 1987 do 1990 leta. Ko sta analizirala vpliv pristranskosti preživetja na vzorcu od 1987 do 1990 leta (ta je zajemal 632 skladov, ki so preživeli in 58 skladov, ki so propadli ali bili prevzeti s strani drugih), sta ugotovila, da manjša odvisnost neto denarnih tokov od donosnosti pri neuspešnih skladih ni rezultat pristranskosti preživetja v vzorcu (Sirri, Tufano, 1998, str. 1605).

<sup>127</sup> Pri skladih v spodnjih osmih decilih glede na donosnost sta odkrila pozitivno, a relativno šibko odvisnost neto denarnega toka od pretekle donosnosti, medtem ko sta zelo močno povezavo odkrila pri skladih, ki so se na podlagi pretekle donosnosti uvrstili v zgornja dva decila.

donosnosti na posameznih kapitalskih trgih (donosnosti delnic, obveznic, zlata).<sup>128</sup> Neto agregatni denarni tok naj bi bil tudi negativno povezan z odloženimi donosnostmi, kar naj bi nakazovalo na to, da vlagatelji v vzajemne sklade ob nižjih (višjih) preteklih donosnostih bolj (manj) vlagajo v vzajemne sklade. Negativna odvisnost neto denarnih tokov od donosnosti je lahko tudi posledica obnašanja vlagateljev, ki sledijo strategiji povprečnega stroška.<sup>129</sup> Podobno povezavo med neto denarnimi tokovi v delniške vzajemne sklade in tekočimi ter preteklimi donosnostmi delniških trgov je odkril tudi Potter (2000, str. 60), ki je raziskoval spremenljivke, ki so v obdobju od januarja 1984 do marca 1996 vplivale na agregatni neto denarni tok v delniške, obvezniške vzajemne sklade in tiste, ki primarno vlagajo državne/lokalne obveznice ter plemenite kovine.<sup>130</sup> Ugotovil je še, da negativna povezanost neto denarnega toka v delniške vzajemne sklade z donosnostjo delnic v preteklem mesecu ni posledica strategije povprečnega stroška, ampak obnašanja vlagateljev, da v primeru nižjih (višjih) donosnosti manj tveganih delniških vzajemnih skladov, ki želijo zagotoviti stalen vir prihodkov (iz naslova dividend in obresti), v preteklem mesecu bolj (manj) vlagajo v vzajemne sklade z agresivnejšo in bolj tvegano investicijsko politiko, ki dajejo večji poudarek povečevanju vrednosti enote premoženja zaradi kapitalskih dobičkov. Neto denarni tok v manj tvegane delniške vzajemne sklade ni občutljiv na preteklo donosnost bolj tveganih vzajemnih skladov (Potter, 2000, str. 63). Glede na to, da Warther v izračun pričakovanega neto denarnega toka kot pojasnjevalne spremenljivke ni v skladu s svojimi ugotovitvami vključil tekoče donosnosti, njegov pristop podcenjuje vpliv pretekle donosnosti in precenjuje vpliv preteklega neto denarnega toka na tekoči neto denarni tok v vzajemne sklade (Fortune, 1998, str. 14). Fortune je nato na podlagi podatkov ameriškega združenja investicijskih družb o neto denarnem toku v vzajemne sklade v času od julija 1985 do

---

<sup>128</sup> Warther je uporabljal podatke ameriškega združenja investicijskih družb (Investment Company Institute).

<sup>129</sup> Strategija povprečnega stroška je strategija discipliniranega vlaganja v vzajemni sklad, ko vlagatelj vplačuje vedno enak znesek v enakih časovnih presledkih (npr. 100 dolarjev ob koncu meseca). Ko je vrednost točke nižja, vlagatelj dobi za isti znesek več točk kot takrat, ko je vrednost točke višja. Strategija povprečnega stroška vlagateljem ne zagotavlja doseganje dobička, jim pa poveča verjetnost, da bo njihova povprečna cena točke v času vlaganja nižja od cene točke, ki bi jo dosegli ob enkratnem nakupu (Dorf, 1986, str. 145). Vlagatelj se lahko odloči, da bo v primeru padajočih (rastočih) tečajev delnic oziroma njihove donosnosti celo vedno več (manj) vlagal v delniške vzajemne sklade in si s tem znižal povprečno ceno točke, ki je relevantna za izračun donosnosti vseh vloženih sredstev v vzajemne sklade. Obstaja tudi alternativna oblika strategije povprečnega stroška, ko vlagatelj v enakih časovnih presledkih kupuje vedno enako število točk danega sklada. To pomeni, da v primeru nižjih tečajev plača manj za dano število točk, v primeru višjih pa več. Tudi ta metoda ščiti vlagatelja pred nakupom vseh točk vzajemnega sklada po pretirani ceni, vendar je oblika, ko redno vplačuje fiksen dolarski znesek bolj učinkovita (Crane, 1997, str. 105).

<sup>130</sup> Tako kot Warther je tudi Potter uporabljal podatke o neto denarnem toku, ki jih zbira ameriško združenje investicijskih družb (Investment Company Institute).

decembra 1996 ugotovil, da donosnost v preteklem obdobju statistično značilno vpliva na neto denarni tok v delniške, obvezniške in vzajemne sklade denarnega trga, medtem ko je v obratni smeri, da pretekli neto denarni tok vpliva na tekočo donosnost, potrdil odvisnost le pri obvezniških in skladih denarnega trga. Da je neto denarni tok v vzajemne sklade odvisen od tekoče in pretekle donosnosti, sta na podlagi proučevanja dnevnih in poltedenskih podatkov potrdila še Edelen in Warner (1999, str. 22).<sup>131</sup> Tudi Karceski (2002, str. 561-562) je empirično pokazal, da je agregatni neto denarni tok v delniške vzajemne sklade občutljiv na njihovo donosnost oziroma donosnost delnic na kapitalskem trgu in da je vpliv donosnosti na agregatni neto denarni tok velik. Slednji je bolj občutljiv na donosnost v mesecih z izredno visokimi kot pa v mesecih z izredno nizkimi donosnostmi, kar pomeni, da vlagatelji vlagajo sredstva v vzajemne sklade nadpovprečno v obdobjih, kadar se tečaji na kapitalskih trgih dvigujejo in podpovprečno v času, ko padajo. V obdobju od februarja 1984 do septembra 1996 je v času dvigajočih se tečajev na kapitalskem trgu ZDA (leta 1995) neto denarni tok v delniške vzajemne sklade znašal 38, v času padajočih tečajev (leta 1990) pa le pet 24-mesečnih povprečnih neto denarnih tokov.<sup>132</sup> Podobno kot Sirri in Tufano (1998, str. 1595) sta asimetrični vpliv uspešnosti vzajemnih skladov v preteklosti na tekoči neto denarni tok v vzajemne sklade odkrili tudi Del Guercio in Tkac (2000, str. 15).<sup>133</sup> Pri tem sta kot merilo uspešnosti uporabili donosnost vzajemnih skladov in tveganju prilagojeno donosnost ter ugotovili, da je neto denarni tok neproporcionalno večji v tiste vzajemne sklade, ki so imeli večjo donosnost v preteklosti.<sup>134</sup> 5% najuspešnejših vzajemnih skladov je imelo skoraj trikrat večji priliv kot pa so imeli odliva skladi v spodnjih petih centilih glede na uspešnost.<sup>135</sup> Glede na to, da v vzajemne sklade vlagajo predvsem vlagatelji, zlasti fizične

---

<sup>131</sup> Edelen in Warner sta za dnevne neto denarne tokove v ameriške vzajemne sklade uporabila bazo družbe Trim Tabs Financial Services iz Kalifornije. Vzorec se je nanašal na obdobje od 11. aprila 1994 do 27. julija 1998 ter zajemal 20% vseh skladov v ZDA glede na sredstva v upravljanju.

<sup>132</sup> 24-mesečno povprečje je Karceski izračunal iz mesečnih podatkov o neto denarnih tokovih tekočega in naslednjega leta. Tako je v letu 1995 neto denarni tok znašal 38 mesečnih neto denarnih tokov v delniške vzajemne sklade izračunane iz mesečnih neto denarnih tokov v vseh 24 mesecih leta 1995 in 1996. Na enak način je izračunal neto denarni tok za leto 1990. Pri analizi je uporabljal podatke ameriškega združenja investicijskih družb (Investment Company Institute).

<sup>133</sup> Del Guercio in Tkac sta uporabili bazo družbe Morningstar Inc. o delniških vzajemnih skladih v ZDA, ki so bili na trgu vsaj tri leta ali več, pri čemer sta izključili sklade, ki so namenjeni institucionalnim vlagateljem (imajo minimalni vložek večji kot 25.000 USD) ali pa so se zaprli za nove vlagatelje. Vzajemne sklade sta proučevali v obdobju od leta 1987 do 1994, vzorec pa je zajemal 483 upravljavcev delniških vzajemnih, ki so konec leta 1994 upravljali 389 milijard USD, kar je predstavljalo približno 55% vseh sredstev, ki so jih takrat imeli v upravljanju delniški vzajemni skladi v ZDA.

<sup>134</sup> Za mero tveganju prilagojeni donosnosti sta vzeli Jensenovo alfo.

<sup>135</sup> Natančneje 5% najuspešnejših skladov je imelo v povprečju 302 milijonov USD neto prilivov, medtem ko je 5% najslabših skladov imelo v povprečju za 109 milijonov USD neto odlivov na leto.



osebe, ki kapitalske trge spremljajo občasno in/ali imajo manj znanja glede investiranja na finančnih trgih, svoje odločitve o vlaganju v vzajemne sklade verjetno sprejemajo na podlagi pretekle donosnosti, ki ni prilagojena tveganju. Zato je nekoliko presenetljiv vpliv tveganju prilagojene donosnosti na neto denarni tok v vzajemne sklade. Statistično značilen vpliv merjenja donosnosti s tveganju prilagojeno mero na neto denarni tok v vzajemne sklade so potrdili tudi Sirri in Tufano (1998, str. 1599) ter Gruber (1996, str. 799).<sup>136</sup> Del Guercio in Tkac sta empirično pokazali, da je statistična značilnost tveganju prilagojene pretekle donosnosti (Jensenove alfe) pri pojasnjevanju neto denarnega toka v vzajemne sklade posledica uporabe Mornigstarovih ocen (ratingov) vzajemnih skladov in ne bolj sofisticiranega pristopa vlagateljev v vzajemne sklade, kot to počnejo skrbniki pokojninskih načrtov (Del Guercio, Tkac, 2000, str. 21).<sup>137</sup> Ugotovili sta tudi, da je statistično značilen vpliv odloženega neto denarnega toka na tekoči neto denarni tok posledica omejenih možnosti nalaganja sredstev v okviru pokojninskih računov (računi 401k) in obnašanja dolgoročnih vlagateljev, da ko enkrat izberejo vzajemne sklade, v katere bodo vlagali v okviru pokojninskega načrta (račun 401k), svoje odločitve več let ne spreminjajo, ampak avtomatsko vlagajo v sklade, ne glede na njihovo uspešnost.<sup>138</sup> Ker so vlagatelji, ki varčujejo za finančno varno starost, dolgoročni vlagatelji in hkrati tudi neto vplačniki v vzajemne sklade s svojim obnašanjem povzročajo določeno stabilnost neto denarnega toka in pojav pozitivne avtokorelacije na agregatnem nivoju.<sup>139</sup>

Najnovejši domači znanstveni članki na področju upravljanja vzajemnih skladov raziskujejo njihov vpliv na likvidnost delniških trgov, ki ga povzročajo s plasiranjem zbranih neto denarnih prilivov na borze (Deželan, 2002, str. 43).

---

<sup>136</sup> Vsi so za tveganju prilagojeno mero uporabili Jensenovo alfo.

<sup>137</sup> Družba Morningstar podeljuje zvezdice vzajemnim skladom glede na različne kriterije, pri čemer za mero uspešnosti skladov v preteklosti uporablja tveganju prilagojene mere, med katere sodi tudi Jensenova alfa. Ker ljudje pri vlaganju v vzajemne sklade upoštevajo Morningstarove ocene, tudi Jensenova alfa statistično značilno pojasnjuje neto denarni tok v vzajemne sklade. Pri nas trenutno še ni družbe, ki bi ocenjevala slovenske vzajemne sklade na podlagi tveganju prilagojenim meram uspešnosti.

<sup>138</sup> Računi 401k sodijo med pokojninske načrte (defined contribution plans), kjer podjetja vplačujejo na račun zaposlenih določena sredstva (običajno del njihove plače), ki so namenjena pokojninskemu varčevanju, pri čemer zaposleni sami odločajo o investicijski politiki in hkrati prevzemajo vsa tveganja ter so upravičeni do celotnih donosov, ki jih s sredstvi na računu ustvarijo. 401k računi so privlačni zlasti zato, ker zaposlenim omogočajo prenos davčnih obveznosti (iz naslova dividend, kapitalskih dobičkov oziroma prodaje točk vzajemnih skladov) na obdobje, ko začnejo prejemati pokojnino iz teh sredstev in ker podjetja niso odgovorna za ustvarjeno donosnost na vložena sredstva.

<sup>139</sup> Pri nas je bilo obnašanje vlagateljev drugačno, saj neto denarni tok iz preteklega meseca ni statistično značilno pojasnjeval toka v tekočem mesecu. Več o tem glej poglavje Model povpraševanja po točkah vzajemnih skladov v Sloveniji.

V primerjavi z razvitimi finančnimi trgi verjetno velja na porajajočih se trgih v večji meri pravilo, da bodo pretekli zmagovalci ostali zmagovalci tudi v prihodnje, saj naj bi zaradi očitne asimetrije informacij, ki jih imajo, bili v odločilni prednosti pred skladi, ki šele nastajajo. To je veljalo v obdobju od 1996 do 2002 leta še zlasti za kapitalski trg v Sloveniji, saj je direktor skupine KD Group Matjaž Gantar v javnosti večkrat izjavil, da se glavni posli sklepajo preko telefona, ker malo večji posel praktično ne morejo izpeljati preko našega preplitvega trga, saj na tržno ceno lahko vplivajo že z nekaj milijoni tolarjev na manj likvidnih vrednostnih papirjih. Glede na to, da so igralci na našem sekundarnem trgu kapitala lahko kmalu preveliki, ko ne morejo brez pomembnega vpliva na ceno zapreti ali odpreti svojih trgovalnih pozicij, lahko domnevamo, da naš trg kapitala ni učinkovit v primerjavi z razvitimi trgi kapitala kot je na primer kapitalski trg v ZDA.

Pri ocenjevanju povpraševanja po točkah vzajemnih skladov smo upoštevali časovne vrste mesečnih podatkov v Biltenu Banke Slovenije in podatke iz spletnih strani Ljubljanske borze ter časnika Finance od meseca septembra 1997 do oktobra 2002, pri čemer smo za izračun enoletnih donosnosti uporabili podatke od septembra 1996 do oktobra 2002.

## **5.2 Opredelitev pojasnjevane spremenljivke**

Kot pojasnjevano spremenljivko smo upoštevali realne mesečne neto denarne tokove v vzajemne sklade v Sloveniji. Pri izračunih realnih mesečnih neto denarnih tokov smo za bazno obdobje izbrali januar 1997 (CPI=100). Mesečni denarni tok v vzajemne sklade smo dobili iz mesečnih podatkov kot seštevek dnevnih denarnih tokov v danem mesecu. Dnevni denarni tok v nek vzajemni sklad je izračunan kot produkt med razliko med danes in včeraj objavljenim številom enot premoženja vzajemnega ter danes objavljeno vrednostjo enote premoženja tega sklada. Skupni denarni tok vseh vzajemnih skladov na določen dan je izračunan kot seštevek neto denarnih tokov vsakega posameznega sklada tisti dan.

Mesečni neto denarni tok v vse vzajemne sklade predstavlja razliko med vsemi vplačili v in vsemi izplačili iz teh vzajemnih skladov v danem mesecu. Podatke smo dobili na spletni strani časnika Finance.

## **5.3 Opredelitev pojasnjevalnih spremenljivk**

Kot donosnost naložb v vzajemne sklade bomo upoštevali letno povprečno donosnost indeksa VEP (vrednosti enote premoženja) vzajemnih skladov, ki smo ga izračunali s pomočjo **Laspeyresovega grupnega agregatnega indeksa cen**. Najprej smo izračunali dnevni indeks VEP na podlagi podatkov štirih vzajemnih

skladov (med njimi trije največji) pri nas (Galileo, Rastko, Alfa in KD Bond), katerih vrednost je konec julija 2002 predstavljala 71,8% vrednosti vseh vzajemnih skladov v Sloveniji.

Dnevni indeks VEP je indeks, tehtan z vrednostjo sklada. To pomeni, da je pomen ali delež posameznega vzajemnega sklada v izračunu indeksa sorazmeren z velikostjo tega sklada. Za izračun dnevnega indeksa VEP smo uporabili naslednjo formulo:

$$VEP_t = \frac{\sum_{i=1}^n VEP_{i,t} * q_{i,o}}{\sum_{i=1}^n VEP_{i,o} * q_{i,o}} \times 1000 \quad (8),$$

kjer je

$i$  – 1, ...,  $n$ ;

$n$  – 4 (število različnih vzajemnih skladov, za katere izračunavamo indeks);

$t$  – dan trgovanja;

$VEP_{i,t}$  – vrednost enote premoženja vzajemnega sklada  $i$ , na dan  $t$ ;

$VEP_i$  – bazna vrednost enote premoženja vzajemnega sklada  $i$ , na dan

$o$  3.1.1997;

$q_{i,o}$  – število enot posameznega vzajemnega sklada na dan 3.1.1997.

Povprečne mesečne indekse VEP smo izračunali iz dnevnih indeksov VEP z enostavno aritmetično sredino. Pri izračunih realnih mesečnih povprečnih indeksov VEP smo za bazno obdobje izbrali januar 1997 (CPI=100).

Na koncu smo realno letno donosnost povprečnega mesečnega indeksa VEP dobili po naslednji formuli:

$$RDNPIVEP_t = \left( \frac{RPIVEP_t}{RPIVEP_{t-12}} - 1 \right) \times 100 \quad (9),$$

kjer je

$RPIVEP_t$  – realni povprečni mesečni indeks VEP za štiri vzajemne sklade v mesecu  $t$ ;

$RPIVEP_{t-12}$  – realni povprečni mesečni indeks VEP za štiri vzajemne sklade v mesecu  $t-12$ .

Ta postopek izračuna realne letne donosnosti indeksa VEP je identičen postopku izračuna realne letne donosnosti indeksa VEP s pomočjo Fisherjeve enačbe. Fisherjeva enačba kaže povezavo med inflacijsko stopnjo ( $\pi$ ) ter realno ( $r$ ) in

nominalno obrestno mero ( $i$ ). V obliki faktorjev Fisherjevo enačbo zapišemo kot (Čibej, 1996, str. 228):

$$1+i = (1+\pi) \cdot (1+r) \quad (10),$$

kjer je

$1+i$  – nominalni obrestovalni faktor;

$1+\pi$  – inflacijski faktor;

$1+r$  – realni obrestovalni faktor.

Iz enačbe (10) lahko enostavno dobimo realno obrestno mero, kot sledi:

$$r = \frac{(1+i)}{(1+\pi)} - 1 \quad (11),$$

kjer je

$i$  – nominalna obrestna mera (izražena v obliki decimalnega števila);

$\pi$  – inflacijska stopnja (izražena v obliki decimalnega števila);

$r$  – realna obrestna mera (izražena v obliki decimalnega števila).

Glede na to, da lahko inflacijski faktor izračunamo s kvocientom med dvema indeksoma cen življenjskih potrebščin z razmikom  $\Delta t$  in da nominalni faktor lahko izračunamo kot kvocient med dvema povprečnima mesečnima indeksoma VEP z razmikom  $\Delta t$ , lahko realno letno donosnost povprečnega mesečnega indeksa VEP dobimo ob upoštevanju razmika  $\Delta t=12$  po naslednji formuli:

$$RDNPIVEP_t = \left( \frac{\frac{PIVEP_t}{PIVEP_{t-12}}}{\frac{CPI_t}{CPI_{t-12}}} - 1 \right) \times 100 \quad (12),$$

kjer je

$PIVEP_t$  – povprečni mesečni indeks VEP za štiri vzajemne sklade v mesecu  $t$ ;

$PIVEP_{t-12}$  – povprečni mesečni indeks VEP za štiri vzajemne sklade v mesecu  $t-12$ .

$CPI_t$  – indeks cen življenjskih potrebščin v mesecu  $t$  po stalnih cenah iz jan '97;

$CPI_{t-12}$  – indeks cen življenjskih potrebščin v mesecu  $(t-12)$  po stalnih cenah iz jan '97.

Ugotovimo lahko, da sta formuli (9) in (12) enaki, saj realni povprečni mesečni indeks VEP za štiri vzajemne sklade v mesecu  $t$  ( $RPIVEP_t$ ) izračunamo kot kvocient med povprečnim mesečnim indeksom VEP za štiri vzajemne sklade v mesecu  $t$  ( $PIVEP_t$ ) in indeksom cen življenjskih potrebščin v mesecu  $t$  po stalnih cenah iz jan '97 ( $CPI_t$ ). Analogno izračunamo tudi povprečni mesečni indeks VEP

za štiri vzajemne sklade v mesecu  $t-12$  ( $RPIVEP_{t-12}$ ) in vidimo, da je formula (9) samo drugačen zapis formule (12), ki izhaja iz Fisherjeve enačbe.

Vzajemni skladi v Sloveniji ne izplačujejo dividend ali kuponov obveznic, ki zapadejo med letom, ampak se zaradi njih poveča VEP, kar pomeni, da realna letna donosnost povprečnega mesečnega indeksa VEP kaže donosnost ob upoštevanju reinvestiranja tekočih dohodkov iz naslova vrednostnih papirjev, ki jih imajo vzajemni skladi v svojih portfeljih.

Pri donosnosti smo predpostavili, da se ljudje o nakupu točk vzajemnega sklada odločajo na podlagi donosnosti v preteklem letu, enako časovno obdobje pa smo vzeli tudi pri izračunu donosnosti delnic kot alternativnih naložb.

V skladu z ekonomsko teorijo pričakujemo pozitivno odvisnost med realno letno donosnostjo povprečnega mesečnega indeksa VEP in povpraševanjem po točkah vzajemnih skladov.

Glede na to, da pri nas za fizične osebe velja, da je dobiček, ki je nastal s prodajo točk vzajemnih skladov po treh letih od njihovega nakupa, popolnoma neobdavčen, smo v modelu upoštevali donosnost pred obdavčitvijo. Za pravne osebe velja, da ustvarjen kapitalski dobiček z naložbami v vzajemne sklade sodi med njene prihodke in je obdavčen enako kot njeni ostali prihodki ne glede na dobo držanja naložb v vzajemnih skladih. Z upoštevanjem donosnosti pred obdavčitvijo smo implicitno predpostavili, da so fizične osebe bistveno pomembnejši vlagatelj v vzajemne sklade od pravnih oseb. Fizične osebe z vlaganjem v vzajemne sklade pridobijo relativno večjo korist kot pravne osebe, saj lahko v večji meri izkoristijo prednosti, ki jim jih vzajemni skladi tudi zaradi ugodnejše davčne zakonodaje nudijo. Po drugi strani se pravne osebe na tako majhnem slovenskem trgu med seboj bistveno bolje poznajo in hitreje od fizičnih oseb zaznajo naložbene priložnosti, kamor bi želele plasirati sredstva, ki jih trenutno ali pa na nekoliko daljši rok ne potrebujejo za svojo dejavnost. Poleg tega pravnim osebam vstopni in izstopni stroški vzajemnih skladov predstavljajo dodaten motiv, da na slovenskem kapitalnem trgu raje nastopajo kot neposredni lastniki in ne preko vzajemnih skladov. Pravne osebe imajo zaradi ustvarjenega večjega prometa z vrednostnimi papirji običajno tudi nižje provizije borznega posredovanja kot pa fizične osebe. Iz letnih poročil treh največjih vzajemnih skladov pri nas lahko jasno razberemo, da so fizične osebe vložile okoli 90% vseh sredstev, ki jih imajo vzajemni skladi v upravljanju.<sup>140</sup>

---

<sup>140</sup> Konec leta 2001 je delež fizičnih oseb v celotnem premoženju našega največjega vzajemnega sklada Galileo znašal 88,9%, v drugem največjem Rastku pa 88,7% (KD Group, 2002, str. 56). Do konca leta 2002 je ta delež v vzajemnem skladu Galileo narasel že na 94,2% (Vzajemni sklad Galileo, 2003, str. 14), v Rastku pa na 94,7% (Vzajemni sklad Rastko, 2003, str. 14). V KD Bondu je ob koncu leta ta delež znašal 88,7% (Vzajemni sklad KD Bond, 2003, str. 14). V tretjem

Vlagatelji imajo poleg naložb v vzajemne sklade na voljo tudi alternativne naložbe, katerih donosnost prav tako vpliva na povpraševanje po točkah vzajemnih skladov, vendar z nasprotnim predznakom kot donosnost naložb vzajemnih skladov. Kot alternativno naložbo vzajemnim skladom smo najprej izbrali naložbe v delnice, ki so vključene v izračun Slovenskega borznega indeksa delnic (SBI 20). Povprečno vrednost indeksa SBI 20 v določenem mesecu smo izračunali prav tako z enostavno aritmetično sredino iz dnevnih objav indeksa na spletnih straneh Ljubljanske borze. Pri izračunih realnih mesečnih povprečnih indeksov SBI 20 smo za bazno obdobje izbrali januar 1997 (CPI=100). Realno letno donosnost indeksa SBI 20 smo izračunali enako kot realno letno donosnost povprečnega indeksa VEP vzajemnih skladov.

Kot razpoložljiva sredstva vlagateljev pri ocenjevanju funkcije povpraševanja po točkah vzajemnih skladov bomo upoštevali realne povprečne neto plače po stalnih cenah iz januarja 1997. Predpostavljamo, da bodo vlagatelji tem bolj povpraševali po točkah vzajemnih skladov, čim večje bodo njihove realne neto plače.

Na povpraševanje po točkah vzajemnih skladov vplivajo tudi strukturne spremembe, ki jih bomo v regresijski model vključili s pomočjo nepravne spremenljivke. Takšni vplivi so bili povečano število prevzemov v začetku leta 2002, ki so vplivali na hitrejšo rast vrednosti enote premoženja v vzajemnih skladih, zniževanje depozitnih obrestnih mer pri bankah in pričakovanja odprave temeljne obrestne mere.

Zanimanje širše javnosti za investiranje v vzajemne sklade se je postopoma začela povečevati z objavami uspešnih prevzemov slovenskih podjetij. Takšen prevzem, ki je prvi pritegnil večjo pozornost širše javnosti je prevzem Pivovarne Union (PU), za katero se zanimata pivovarni Interbrew in Laško. Pivovarska vojna se je začela 19.11.2001, ko je Interbrew obvestil slovensko javnost, da namerava odkupovati delnice Pivovarne Union (PULG) po ceni 73.000 SIT/delnico. Kasneje je svojo ponudbeno ceno za odkup delnic PULG zaradi tekme s Pivovarno Laško večkrat zvišal in sicer 18.12.2001 na 80.500, 26.12.2001 na 87.000 SIT ter 8.1.2002 na 90.000 SIT in podaljšal ponudbo do 17.1.2002. Konec januarja oziroma začetek februarja 2002 so imetniki delnic PULG, ki so prodali delnice Pivovarni Interbrew imeli denar na svojih tekočih oziroma transakcijskih

---

največjem skladu Alfa so javno dostopni podatki le za konec leta 2002, ko je delež fizičnih oseb glede na enote premoženja znašal 84,8% (Alfa posebni vzajemni sklad, 2003, str. 26).

računih<sup>141</sup>. Naslednji prevzem, ki je odmeval v slovenski javnosti, je bil nakup Banke Koper s strani italijanske banke San Paolo IMI. Ta prevzem se je začel 30.10.2001, ko so Luka Koper, Istrabenz in Intereuropa prodali 52,25% delež banke, San Paolo IMI pa je objavil prvo javno ponudbo za odkup vseh delnic Banke Koper (BKP). Ponudbeno ceno za odkup delnic BKP je ponudnik večkrat zvišal, dokler ni 18.2.2002 objavil, da je javna ponudba uspela. 27.2.2002 je za 62,1% delež Banke Koper San Paolo IMI plačal 33,6 mrd SIT oziroma 102.011,72 SIT na delnico. 1. aprila 2002 se je uspešno iztekel tudi prevzem Valkartona s strani hrvaške družbe Belišće, 5. aprila 2002 pa še prevzem Krekove banke s strani Raiffeisen International Beteiligungs, hčerinske družbe avstrijske banke Raiffeisen Zentralbank (RZB). Hkrati s temi prevzemi je 11.4.2002 Komisija za vodenje in nadzor postopka prodaje Nove ljubljanske banke (NLB) sklenila, da bo ministru za finance predlagala sklenitev pogodbe z belgijsko bančno in zavarovalniško skupino KBC o prodaji skoraj 34-odstotnega državnega deleža v NLB. Vlada je 19.4.2002 tudi sprejela odločitev o prodaji NLB KBC in sporočila javnosti, da bo KBC za 34% lastniški delež plačal 113 milijard SIT.

Banke so v letu 2002 zaradi presežka deviz in tolarjev na medbančnem trgu ter povečanega priliva depozitov s strani podjetij postopno začele zniževati obrestne mere za vezane vloge. Tako je večina bank v februarju 2002 znižala obrestne mere za depozite od 1 do 2 odstotni točki, NLB je aprila 2002 depozitne obrestne mere še dodatno znižala od 15 do 35 bazičnih točk, obe največji banki (NLB, NKBM) pa sta v aprilu 2002 napovedali tudi nadaljnje zniževanje obrestnih mer. V kratkem pa je poleg zniževanja obrestnih mer v tem obdobju iz dnevnega časopisja bilo možno razbrati, da banke kmalu nameravajo ukiniti še indeksacijo s temeljno obrestno mero, kar se je tudi zgodilo 17. junija 2002, ko je SKB banka prva v slovenskem bančnem prostoru prešla na nominalne obrestne mere za kratkoročne depozite<sup>142</sup>. Poleg tega se je z aprilom 2002 močno povečala tudi aktivnost oglaševanja investiranja v delnice in vzajemne sklade s strani borzno posredniških hiš in družb za upravljanje vzajemnih skladov. Tako je npr. borzna hiša Medvešek Pušnik 26.3.2002 začela ponujati slovensko varčevalno košarico,

---

<sup>141</sup> Omeniti velja, da pivovarska vojna še vedno traja, saj sta obe vpleteni stranki sporožila sodne spore ena proti drugi, kakor tudi Urad RS za varstvo konkurence še ni odločil ali nasprotuje priglašeni koncentraciji Pivovarne Union in Pivovarne Laško. Po objavi uspešnosti ponudb za prevzem PU s strani obeh tekmic 27.8.2002 je imela Pivovarna Laško 47,86% delež, Interbrew pa 41,2% lastniški delež v PU. Bolj kot dejstvo, da se prevzem še ni končal, je za vpliv tega prevzema na povpraševanje po točkah vzajemnih skladov pomembno to, da so ljudje videli, da je z delnicami v takšnih primerih možno zaslužiti precej več kot pa, če bi imeli denar vezan na banki.

<sup>142</sup> S 1. julijem 2002 je stopil v veljavo 4. člen »Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri« (Ur.l. RS, št. 109/01), ki prepoveduje uporabo temeljne obrestne mere za denarne obveznosti in terjatve izražene v domačem denarju z rokom dospelosti do 1 leta. Istočasno je večina bank zraven temeljne obrestne mere prenehala uporabljati tudi devizno klavzulo za kratkoročne posle.

ki jo je sestavljalo 12 slovenskih »blue chipov«<sup>143</sup>, kot podjetja, ki jih priporočajo za dolgoročen nakup. Podjetja iz te košarice so tudi prispevala polovico sredstev za izvedbo intenzivne oglaševalske akcije, ki se je začela s 1. aprilom 2002 in je trajala 45 dni.

Največja prevzemna aktivnost po osamosvojitvi Slovenije, ki se je od začetka leta 2002 postopno stopnjevala, zniževanje obrestnih mer s strani bank in večja oglaševalska aktivnost s strani borznih hiš in družb za upravljanje so razlogi, da so prebivalci od aprila 2002 dalje intenzivneje začeli vlagati v vzajemne sklade<sup>144</sup>. Spremembo v obnašanju ljudi pri vlaganju v vzajemne sklade bomo v model vključili z nepravo spremenljivko  $D1$ .

#### 5.4 Spremenljivke v modelu

Na podlagi vsebinskega razmisleka smo v regresijski model vključili naslednje spremenljivke:

- $NDTR$  – realni mesečni neto denarni tokovi v vzajemne sklade v mio SIT,
- $RDNPIVEP$  – realna letna donosnost povprečnega mesečnega indeksa VEP za štiri vzajemne sklade (Galileo, Rastko, Alfa in KD Bond) v %,
- $RDSBI$  – realna letna donosnost povprečnega mesečnega indeksa SBI 20 v %,
- $PNPR$  – realne povprečne neto plače v SIT,
- $D1$  – neprava spremenljivka za obnašanje vlagateljev.

$$D1 = \begin{cases} 1 & \text{obdobje od aprila 2002 dalje;} \\ 0 & \text{sicer;} \end{cases}$$

V finančni analizi bomo uporabili časovne vrste mesečnih podatkov od septembra 1997 do oktobra 2002.

#### 5.5 Izbrana regresijska funkcija

Linearni populacijski regresijski model povpraševanja po točkah vzajemnih skladov ima naslednjo obliko:

$$NDTR_t = \beta_1 + \beta_2 RDNPIVEP_t + \beta_3 RDSBI_{t-1} + \beta_4 PNPR_{t-2} + \beta_5 D1_t + u_t \quad (13).$$

<sup>143</sup> To so bila podjetja Gorenje, Kolinska, Krka, Lek, Mercator, Merkur, Moravske toplice, Prevent, Terme Čatež, Triglav Steber 1, Žito in Živila.

<sup>144</sup> Lahko bi tudi rekli, da so vzajemni skladi po aprilu 2002 dosegli večjo prepoznavnost v zavesti širše javnosti in da jih ljudje gledajo kot eno izmed oblik donosnega varčevanja.



Linearni regresijski model vzorčnih podatkov pa je:

$$NDTR_t = b_1 + b_2 RDNPIVEP_t + b_3 RDSBI_{t-1} + b_4 PNPR_{t-2} + b_5 D1_t + e_t \quad (14).$$

$$ND\hat{T}R_t = b_1 + b_2 RDNPIVEP_t + b_3 RDSBI_{t-1} + b_4 PNPR_{t-2} + b_5 D1_t \quad (15).$$

Na podlagi zbranih podatkov za obdobje od meseca septembra 1997 do oktobra 2002 smo ocenili povpraševanje po točkah vzajemnih skladov v Sloveniji s pomočjo naslednjega linearnega regresijskega modela:

$$\begin{aligned}
 ND\hat{T}R_t = & -2.373,5 + 18,657 \cdot RDNPIVEP_t - 5,893 \cdot RDSBI_{t-1} + \\
 (t): & \quad (-4,830) \quad (6,941) \quad \quad \quad (-3,049) \\
 (p): & \quad (0,000) \quad (0,000) \quad \quad \quad (0,003) \\
 & + 0,025267 \cdot PNPR_{t-2} + 971,495 \cdot D1_t \quad (16). \\
 & \quad (4,749) \quad \quad \quad (10,475) \\
 & \quad (0,000) \quad \quad \quad (0,000)
 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,936 \quad \bar{R}^2 = 0,932 \quad s_e = 138,069 \quad d = 1,862 \quad n = 62$$

Determinacijski koeficient nam pove, kolikšen delež variabilnosti realnih neto denarnih tokov v vzajemne sklade je pojasnjen z gibanjem v regresijsko funkcijo vključenih pojasnjevalnih spremenljivk. Vrednost determinacijskega koeficienta je enaka  $R^2=0,936$ .

Na višino realnih neto denarnih tokov v vzajemne sklade vplivajo pojasnjevalne spremenljivke v modelu in drugi dejavniki. Vpliv drugih dejavnikov na varianco realnih neto denarnih tokov v vzajemne sklade kaže delež nepojasnjene variance v celotni varianci, ki je zelo majhen in znaša  $1-R^2=0,064$ .

Regresijska funkcija je statistično značilna pri zanemarljivi stopnji značilnosti. Vsebinsko to pomeni, da je povpraševanje po točkah vzajemnih skladov odvisno od vseh pojasnjevalnih spremenljivk v modelu. Če je model primeren za ocenjevanje in napovedovanje povpraševanja po točkah vzajemnih skladov, bomo ugotovili po preverjanju predpostavk klasičnega regresijskega modela.

Predznaki regresijskih koeficientov vseh pojasnjevalnih spremenljivk v modelu so v skladu s pričakovanji in z ekonomsko teorijo. Vsi regresijski koeficienti so tudi statistično značilni. Vrednost multiplega determinacijskega koeficienta je zelo visoka. Zato ugotavljamo, da v modelu ni prisotna multikolinearnost. Do enakega

sklepa smo prišli tudi s pomočjo **Kleinovega pravila**<sup>145</sup> in s pomočjo **variančnega inflacijskega faktorja**<sup>146</sup>.

Prisotnost heteroskedastičnosti v regresijskem modelu smo ugotavljali s pomočjo **Breusch-Paganovega testa**. Ugotovili smo, da je v modelu prisotna heteroskedastičnost v obliki, kot jo predpostavlja Breusch-Paganov test. Heteroskedastičnost smo najprej poskušali odpraviti s pomočjo **tehtanih najmanjših kvadratov**, a smo dobili devet negativnih vrednosti ocen variance, ki bi nam služile za izračun standardnega odklona, tega pa bi nato uporabili za transformacijo spremenljivk v našem modelu. Zato smo varianco ocenili s pomočjo naslednjega logaritemsko linearnega modela:

$$\begin{aligned} \ln(\hat{\epsilon}_t^2) &= 6,96 + 0,031 \cdot RDNPIVEP_t + 0,0003 \cdot RDSBI_{t-1} + 0,0000086PNPR_{t-2} \\ (t): & (1,081) (0,917) & (0,011) & (0,123) \\ (p): & (0,284) (0,363) & (0,991) & (0,903) \end{aligned} \quad (17).$$

$$R^2 = 0,061 \quad \bar{R}^2 = 0,013 \quad s_e = 1,774 \quad n = 62$$

Transformacijski delitelj smo ugotovili na podlagi ocenjenih vrednosti logaritmov variance slučajne spremenljivke  $u_t$  kot:

$$\ln s_t^2 = \ln \hat{\epsilon}_t^2 = a_1 + a_2 RDNPIVEP_t + a_3 RDSBI_{t-1} + a_4 PNPR_{t-2} + v_t \quad (18),$$

$$s_t = \sqrt{\text{anti ln}(s_t^2)} \quad (19),$$

nato smo s transformacijskim deliteljem delili osnovni model, v katerem smo ugotovili prisotnost heteroskedastičnosti in ga ponovno ocenili tako, da je regresijska funkcija potekala skozi koordinatno izhodišče. Na ta način smo dobili regresijski model, ki ne vsebuje heteroskedastičnosti. Končno lahko ocenimo povpraševanje po točkah vzajemnih skladov z linearnim multiplim regresijskim model, ki vsebuje učinkovite ocene parcialnih regresijskih koeficientov, kot sledi<sup>147</sup>:

<sup>145</sup> V skladu s Kleinovim pravilom je v regresijskem modelu prisotna močna multikolinearnost, če je determinacijski koeficient za vsak par neodvisnih spremenljivk v modelu večji od determinacijskega koeficienta proučevane funkcije.

<sup>146</sup> Vrednost variančnega inflacijskega faktorja (VIF) je najvišja pri pojasnjevalni spremenljivki realna letna donosnost povprečnega mesečnega indeksa VEP in znaša 5,47. VIF za realno letna donosnost povprečnega mesečnega indeksa SBI 20 je 4,24, za nepravo spremenljivko 2,80 in za realne povprečne neto plače le 1,23.

<sup>147</sup> Vrednost determinacijskega koeficienta je že popravljena tako, da je primerljiva z osnovnim modelom. Pri odpravi heteroskedastičnosti smo imeli opravka z regresijskim modelom, ki je potekal skozi koordinatno izhodišče, zato njegov determinacijski koeficient ne ni bil primerljiv z determinacijskim koeficientom osnovnega modela, če ga ne bi ustrezno popravili.

$$\begin{aligned}
\widehat{ND\dot{T}R}_t &= 0,891 + 15,422 \cdot RDNPIVEP_t - 4,642 \cdot RDSBI_{t-1} + 0,022805 \cdot PNPR_{t-2} + \\
(t): & (5,346) (6,894) \qquad \qquad (-2,864) \qquad \qquad (5,351) \\
(p): & (0,000) (0,000) \qquad \qquad (0,006) \qquad \qquad (0,000) \\
& + 1,017,851 \cdot D1_t \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad (20). \\
& (10,462) \\
& (0,000)
\end{aligned}$$

$$R^2 = 0,935 \quad \bar{R}^2 = 0,934 \quad s_e = 136,051 \quad d = 1,886 \quad n = 62$$

Če se realna letna donosnost povprečnega mesečnega indeksa VEP poveča za 1 odstotno točko, potem se povpraševanje po točkah vzajemnih skladov v povprečju in ob nespremenjenem vplivu ostalih pojasnjevalnih spremenljivk v regresijskem modelu poveča za 15,4 milijonov SIT.

Vpliv realne letne donosnosti povprečnega mesečnega indeksa SBI 20 na povpraševanje po točkah vzajemnih skladov je po pričakovanjih negativen. Če se namreč realna letna donosnost povprečnega mesečnega indeksa SBI 20 poveča za 1 odstotno točko, potem se povpraševanje po točkah vzajemnih skladov čez en mesec v povprečju in ob nespremenjenih ostalih pogojih zmanjša za 4,6 milijonov SIT. Na podlagi tega lahko sklepamo, da pri investiranju sredstev v vzajemne sklade obstaja psihološki učinek. Vlagatelji v vzajemne sklade se odločajo na podlagi pretekle donosnosti – lahko bi rekli, da so njihova pričakovanja naivna, saj pričakujejo enako donosnost, kakršna je bila v preteklosti, tudi v prihodnje.

Na povpraševanje po točkah vzajemnih skladov statistično značilno vplivajo tudi realne povprečne neto plače. Če so se realne povprečne neto plače v predpreteklem mesecu povečale za 1.000 SIT, se v povprečju in ob nespremenjenih ostalih pogojih povpraševanje po točkah vzajemnih skladov v tekočem mesecu poveča za 22,8 milijonov SIT. Ugotovitev, da ljudje reagirajo z investiranjem v vzajemne sklade glede na spremembe v realnih povprečnih neto plačah z odlogom dveh mesecev je v skladu s spoznanjem, da se pred investiranjem v vzajemne sklade želijo najprej prepričati, da povečanja realne neto plače v tekočem mesecu ni zgolj začasne narave. Vlagatelji potrebujejo dva meseca, da lahko ugotovijo, ali je povečanje neto realne plače pomenilo tudi dejansko več sredstev, ki jih imajo na razpolago za investiranje v vzajemne sklade.

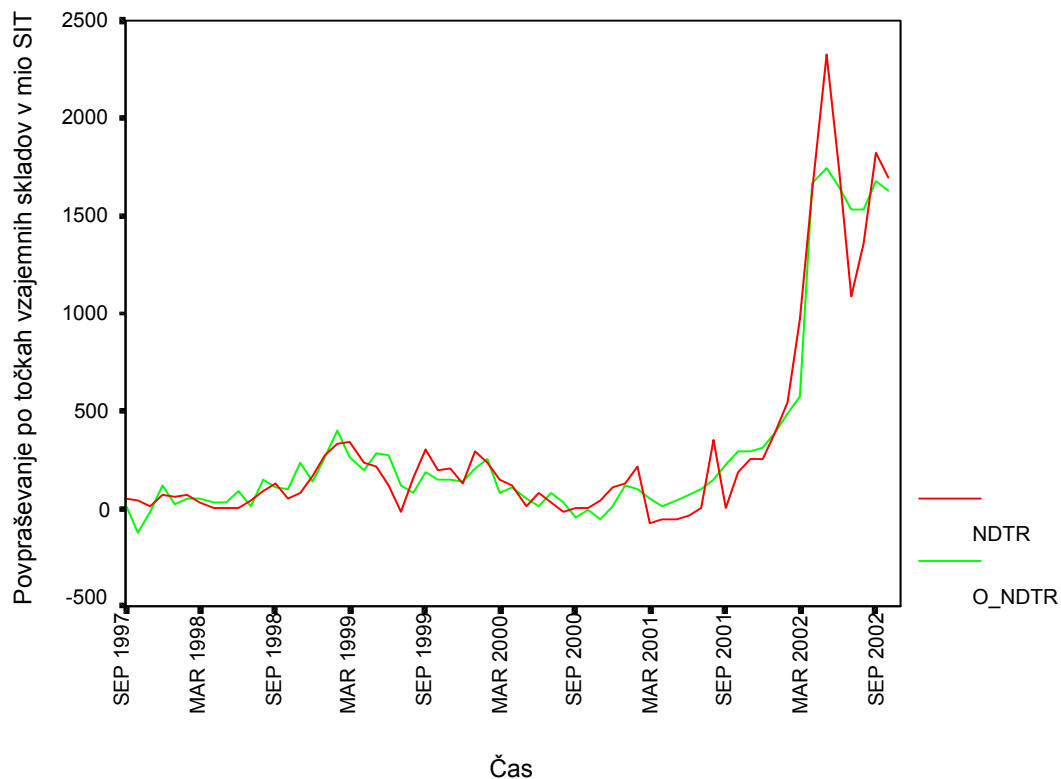
Vpliv neprave pojasnjevalne spremenljivke na povpraševanje po točkah vzajemnih skladov lahko razložimo takole: ob predpostavki nespremenjenih

ostalnih pogojev se je povpraševanje po točkah vzajemnih skladov v razmerah po začetku aprila 2002 v povprečju povečalo kar za 1.017,9 milijonov SIT.

Determinacijski koeficient nam pove, kolikšen delež variabilnosti realnih neto denarnih tokov v vzajemne sklade je pojasnjen z gibanjem v regresijsko funkcijo vključenih pojasnjevalnih spremenljivk. Vrednost determinacijskega koeficienta v regresijskem modelu z odpravljeno heteroskedastičnostjo je enaka  $R^2=0,935$ . Na višino realnih neto denarnih tokov v vzajemne sklade vplivajo pojasnjevalne spremenljivke v modelu in drugi dejavniki. Vpliv drugih dejavnikov na varianco realnih neto denarnih tokov v vzajemne sklade kaže delež nepojasnjene variance v celotni varianci, ki je zelo majhen in znaša  $1-R^2=0,065$ .

Regresijska funkcija kot celota je statistično značilna in primerna za ocenjevanje ter napovedovanje povpraševanja po točkah vzajemnih skladov. To lahko vidimo tudi v sliki 4, ki kaže gibanje dejanskega in z linearnim regresijskim modelom ocenjenega povpraševanja po točkah vzajemnih skladov v Sloveniji, v katerem smo odpravili heteroskedastičnost.

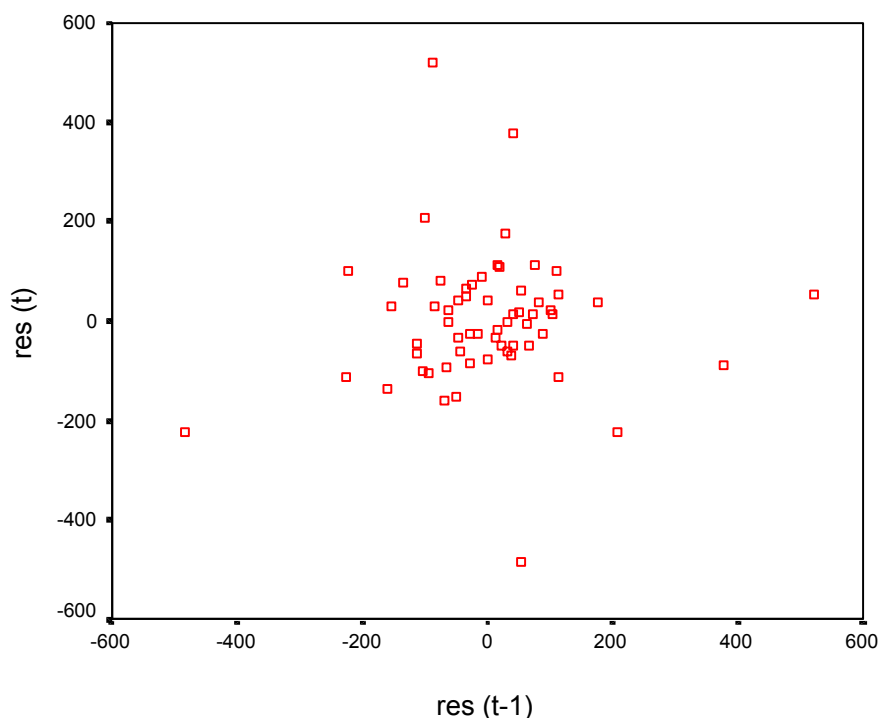
Slika 4: Dejanske (NDTR) in z regresijskim modelom ocenjene vrednosti (O\_NDTR) povpraševanja po točkah vzajemnih skladov brez prisotnosti heteroskedastičnosti



Vir: lastni izračuni.

Prisotnost avtokorelacije prvega reda smo preverjali s pomočjo **Durbin-Watsonovega testa** in ugotovili, da v izbranem linearnem regresijskem modelu ni prisotna avtokorelacija prvega reda<sup>148</sup>, kar je razvidno tudi iz slike 5.

Slika 5: Grafični preizkus prisotnosti avtokorelacije prvega reda v ocenjenem regresijskem modelu



Vir: lastni izračuni.

Vse časovne vrste uporabljene v modelu integrirajo prvega reda, kar smo preverili s pomočjo **prilagojenega Dickey-Fullerjevega testa** (augmented Dickey-Fuller test). Glede na to, da so časovne vrste nestacionarne na nivojih, smo morali preveriti ali je morebitna njihova linearna kombinacija stacionarna. To pomeni, da smo preverili ali uporabljene časovne vrste kointegrirajo, kar je potrebno, če se želimo prepričati, da nimamo opravka s spuriozno oziroma nepravo regresijo. Kointegriranost uporabljenih časovnih vrst smo preverili s pomočjo Engle-Grangerjevega testa (Gujarati, 1995, str. 727). Rezultat, ki smo ga dobili, ima naslednjo obliko:

---

<sup>148</sup> Vrednost d statistike v izbranem regresijskem modelu je 1,866. Kritična vrednost d statistike za  $k'=4$  in  $n=62$  pri stopnji značilnosti  $\alpha=0,05$  je  $d_L=1,455$  in  $d_U=1,729$ . Glede na to, da je ocenjena vrednost d statistike večja od  $d_U$  lahko zavrnamo ničelno hipotezo in ugotovimo, da v modelu ni prisotna avtokorelacija prvega reda.

$$\begin{aligned}\Delta \hat{u}_t &= -0,933 \cdot \hat{u}_{t-1} \\ t &= (-7,245) \\ p &= (0,000) \\ R^2 &= 0,467\end{aligned}\tag{21}.$$

Glede na to, da izračunana  $\tau$  statistika (t statistika v zgornji regresijski enačbi) presega kritično vrednost  $-2,5899$ , ki sta jo Engle in Granger izračunala za 1% stopnjo značilnosti, lahko zaključimo, da so ostanki ocenjenega linearnega regresijskega modela stacionarni, kar pomeni, da so uporabljene časovne vrste v regresijskem modelu kointegrirane, čeprav so same po sebi nestacionarne. Iz tega sledi, da pri ocenjenem linearnem regresijskem modelu nimamo opravka s spuriozno regresijo.

Glede na to, da v ZDA na agregatni neto denarni tok v vzajemne sklade vpliva tudi agregatni neto denarni tok v preteklem mesecu (Potter, 2000, str. 60) smo želeli preveriti ali to velja tudi pri nas. Ko smo v model vključili odloženo pojasnjevano spremenljivko za en mesec, njen regresijski koeficient ni bil statistično značilen, zato je na koncu nismo vključili v model. To je tudi konsistentno z razmerami pri nas, saj lahko vlagatelji kadarkoli prekinejo z vlaganjem v vzajemne sklade in ne tako kot v ZDA, kjer je mesečni priliv v delniške vzajemne sklade zaradi pokojninskega varčevanja ljudi velik in relativno konstanten ter manj odvisen od kratkoročnih nihanj donosnosti na kapitalnem trgu.

## 6 SKLEP

Industrija vzajemnih skladov je postala ena izmed najhitreje rastočih panog, z največjim razmahom v 90-ih letih prejšnjega stoletja. Število vzajemnih skladov je že preseglo število delnic na številnih borzah po svetu, svetovno znani finančni časniki pa so podatke o njihovih dnevni vrednostih enot premoženja pričeli objavljati pred dnevnimi tečajnicami borz. Največjo raznolikost vzajemnih skladov najdemo na najbolj razvitem finančnem trgu na svetu, t.j. v ZDA, njihovo poznavanje pa je temelj za proučevanje vzajemnih skladov na manj razvitih trgih. Razlike med vzajemnimi skladi so posledica različnega upravljanja njihovega premoženja s strani družb za upravljanje. Srčika upravljanja vzajemnih skladov se skriva v izvajanju procesa investiranja, ki najprej zahteva določitev investicijske politike, nato na podlagi analize vrednostnih papirjev ustrezno oblikovanje portfelja, katerega sestavo je potrebno periodično preverjati, v zadnji fazi pa še izmeriti uspešnost upravljanja portfelja in sicer tako z vidika njegove donosnosti kot tudi tveganja. Ne glede na organizacijsko strukturo vzajemnega sklada,

uporabo bolj ali manj dovršenih kvalitativnih in kvantitativnih metod upravljanja, pa so še vedno ljudje tisti, od katerih je najbolj odvisno ali bo določen vzajemni sklad posloval uspešno tudi v daljšem časovnem obdobju. S pomočjo pridobljenega znanja in izkušenj upravljavci vzajemnih skladov želijo doseči nadpovprečne donosnosti v primerjavi s skladi, ki zasledujejo primerljive investicijske cilje. Mnogokrat pa upravljavce bolj kot donosnost zanimajo neto denarni prilivi v njihove vzajemne sklade, zlasti v primerih, ko se njihova upravljavska provizija obračunava od višine sredstev, ki jih imajo v upravljanju.

Upravljalci morajo imeti vedno na razpolago dovolj denarnih sredstev, da lahko izplačajo tiste vlagatelje, ki želijo iz vzajemnih skladov izstopiti. V primeru, da skladi le-teh nimajo dovolj in da tudi vplačila s strani novih ali obstoječih vlagateljev ne zadoščajo za poplačilo odkupljenih točk, so upravjalci iz portfeljev prisiljeni odprodati določen del (najkakovostnejših) vrednostnih papirjev. Pri tem morajo na eni strani paziti na višje transakcijske stroške in povečano tveganost portfeljev, po drugi strani pa jim držanje prevelike količine denarja predstavlja večjo oportunitetno izgubo zaradi neinvestiranja. S tem, ko predvidijo prihodnji neto denarni tok, lahko upravjalci vzajemnih skladov optimirajo količino denarja na zalogi, kar povečuje njihovo donosnost, ki je eden izmed ključnih dejavnikov odločanja ljudi pri nalaganju svojih prihrankov.

S pomočjo predstavljenega ekonometričnega modela povpraševanja po točkah vzajemnih skladov v Sloveniji smo ugotovili, da pri nas na realne neto denarne tokove v tekočem mesecu na agregatnem nivoju statistično značilno vplivajo predvsem štiri spremenljivke in sicer: realna letna donosnost agregatnega indeksa vrednosti enote premoženja vzajemnih skladov, realna letna donosnost povprečnega mesečnega indeksa SBI 20, odloženega za en mesec, realne povprečne neto plače v predpreteklem mesecu in neprava spremenljivka za spremenjeno obnašanje vlagateljev po aprilu lanskega leta. Ne glede na sedanjo primernost modela za napovedovanje neto denarnih tokov v slovenske vzajemne sklade v bližnji prihodnosti, pa se moramo zavedati, da bo prilagojenost slovenskih vzajemnih skladov določbam novega zakona ZISDU-1 in njihovo večje investiranje v tuje vrednostne papirje prineslo dodatne dejavnike, ki dosedaj niso bili pomembni.

## **7 LITERATURA**

1. A Guide to Mutual Funds. Washington, DC : Investment Company Institute, 2000. 21 str.

2. A Guide to Understanding Mutual Funds. Washington, DC : Investment Company Institute, 2000. 48 str.
3. Bailey Jeffery V.: Investment Policy: The Missing Link. Fabozzi Frank J., ed., Pension Fund Investment Management. New Hope : Frank J. Fabozzi Associates, 1997, str. 17-30.
4. Benz Christine, Di Teresa Peter, Kinnel Russel: Morningstar Guide to Mutual Funds. Hoboken : John Wiley & Sons, 2003, 286 str.
5. Bergstresser Daniel, Poterba James: Do after-tax returns affect mutual fund inflows? The Journal of Financial Economics, Oxford, 63(2002), 3, str. 381-414.
6. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. Fifth Edition. New York : McGraw-Hill, 2002. 1015 str.
7. Bogle John C.: Bogle on Mutual Funds. Burr Ridge : Irwin, 1994. 320 str.
8. Bogle John C.: Common Sense on Mutual Funds. New York : John Wiley & Sons, 1999. 468 str.
9. Bogle John C.: The Mutual Fund Industry in 2003: Back to the Future. Bogle Financial Markets Research Center. [URL: [http://www.vanguard.com/bogle\\_site/sp20030114.html](http://www.vanguard.com/bogle_site/sp20030114.html)], 14.1.2003.
10. Brown Stephen J. et al.: Survivorship Bias in Performance Studies. The Review of Financial Studies, Oxford, 5(1992), 4, str. 553-580.
11. Brown Stephen J., Goetzmann William N.: Performance Persistence. The Journal of Finance, New York, 50(1995), 2, str. 679-698.
12. Carhart Mark M.: On Persistence in Mutual Fund Performance. The Journal of Finance, New York, 52(1997), 1, str. 57-82.
13. Carhart Mark M. et al.: Mutual Fund Survivorship. The Review of Financial Studies, Oxford, 15(2002), 5, str. 1439-1463.
14. Carpenter Jennifer N., Lynch Anthony W.: Survivorship bias and attrition effects in measures of performance persistence. The Journal of Financial Economics, Oxford, 54(1999), 3, str. 337-374.



15. Chevalier Judith A., Ellison Glenn D.: Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. Working Paper No. 5234. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 1995. 53 str.
16. Clark John O. E.: Dictionary of International Investment and Finance Terms. Kent : Financial World Publishing, 2001. 266 str.
17. Crane Peter G.: Mutual Fund Investing on the Internet. London : Academic Press, 1997. 350 str.
18. Culloton Dan: Dividends Have Their Day. Morningstar. [URL: <http://news.morningstar.com/doc/news/0,2,93053,00.html>], 27.6.2003.
19. Cuthbertson Keith, Nitzsche Dirk: Investments: spot and derivatives markets. Chichester : John Wiley & Sons, 2001. 693 str.
20. Čibej Jože Andrej: Matematika za računovodje in finančnike. Druga, prenovljena in dopolnjena izdaja. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1996. 420 str.
21. Dale Spencer, Haldane Andrew G.: A simple model of money, credit and aggregate demand. Working paper series No 7. London : Bank of England, 1993. 28 str.
22. Del Guercio Diane, Tkac Paula A.: The determinants of the flow of funds of managed portfolios: mutual funds versus pension funds. Atlanta : FRB Working paper, November 2000.
23. Deželan Silva: The Impact of Domestic Mutual Funds on the Liquidity of the Hungarian Equity Market. Economic and Business Review for Central and South-Eastern Europe, Ljubljana, 4(2002), 1, str. 43-74.
24. Dorf C. Richard: The New Mutual Fund Investment Advisor. Chicago : Probus Publishing Company, 1986. 251 str.
25. Edelen Roger M., Warner Jerold B.: Why Are Mutual Fund Flow and Market Returns Related? Evidence from High-frequency Data. Working paper series No. 9901. Philadelphia : Wharton Financial Institutions Center, 1999, 37 str.
26. Elton Edwin J., Gruber Martin J., Blake Christopher R.: Survivorship Bias and Mutual Fund Performance. The Review of Financial Studies, Oxford, 9(1996), 4, str. 1097-1120.

27. Fabozzi Frank, Modigliani Franco: Capital Markets: Institutions and Instruments. Second Edition. Upper Saddle River : Prentice Hall, 1996, 768 str.
28. Fortune Peter: Mutual Funds, Part II: Fund Flows and Security Returns. New England Economic Review, Boston, 1998, str. 3-22.
29. Francis Jack C., Ibbotson Roger: Investments: a global perspective. Upper Saddle River : Prentice Hall, 2002. 885 str.
30. Fredman Albert J., Wiles Russ: How Mutual Funds Work. Second Edition. New York : New York Institute of Finance, 1998. 394 str.
31. Grinblatt Mark, Titman Sheridan: The Persistence of Mutual Fund Performance. The Journal of Finance, New York, 47(1992), 5, str. 1977-1984.
32. Gruber Martin J.: Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds. The Journal of Finance, New York, 51(1996), 3, str. 783-810.
33. Gujarati Damodar: Basic Econometrics. Singapore : McGraw-Hill, 1995. 838 str.
34. Hallahan Terrence A., Faff Robert W.: Induced persistence or reversals in fund performance?: the effect of survivorship bias. Applied Financial Economics, London, 11(2001), 2, str. 119-126.
35. Hendricks Darryll, Patel Jayendu in Zeckhauser Richard J.: Hot Hands in Mutual Funds: The Persistence of Performance, 1974-87. Working Paper. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 1990. 37 str.
36. Ibbotson Roger G., Patel Amita K.: Do Winners Repeat with Style?. Yale ICF Working Paper No. 00-70. New Haven : Yale International Center for Finance, 2002. 27 str.
37. Ippolito Richard A.: Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry, The Journal of Law & Economics, Chicago, 35(1992), 1, str. 45-70.
38. Jensen Michael C.: The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, The Journal of Finance, New York, 23(1968), 2, str. 389-416.

39. Karceski Jason: Returns-Chasing Behavior, Mutual Funds, and Beta's Death. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, 37(2002), 4, str. 559-594.
40. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : GV Založba, 2001, 542 str.
41. Klemkosky Robert C.: Tveganja spremembe obrestne mere in zavarovanja pred njimi. Šola bančnega managementa. Ljubljana : CISEF, 1995, 43 str.
42. Kohn Meir: *Financial Institutions and Markets*. New York : McGraw-Hill, 1994. 868 str.
43. Košmelj Blaženka: Analiza odvisnosti za vzorčne podatke. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 136 str.
44. Levinson Mark: *Guide to Financial Markets*. Third Edition. London : The Economist Newspaper, 2002. 250 str.
45. Livingston Miles: *Money & Capital Markets. Financial Instruments and Their Uses*. Englewood Cliffs : Prentice Hall, 1990. 429 str.
46. Mathieson Donald J. et al.: *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. Washington, DC : International Monetary Fund, 2001. 232 str.
47. Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G.: *Financial Markets and Institutions*. Reading : Addison-Wesley, 2000. 697 str.
48. Mramor Dušan: *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
49. Pfajfar Lovrenc: *Ekonometrija*. 1. del. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 118 str.
50. Pfajfar Lovrenc: *Ekonometrija na prosojnicah*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 281 str.
51. Potter Mark M.: Determinants of Aggregate Mutual Fund Flows. *The Journal of Business & Economic Studies*. Oakdale, 6(2000), 2, str. 55-73.

52. Ramanathan Ramu: Introductory Econometrics with Applications. Third edition. Fort Worth : The Dryden Press, 1995. 783 str.
53. Reid Brian K., Rea John D.: Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs. Washington, DC : Investment Company Institute, 2003, 36 str.
54. Ribnikar Ivan: Od denarja do medvedjega trenda. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 229 str.
55. Rowland Mary: A Commonsense Guide to Mutual Funds. Princeton : Bloomberg Press, 1996. 227 str.
56. Sirri Erik E., Tufano Peter: Costly search and mutual funds flow. The Journal of Finance, New York, 53(1998), 5, str. 1589-1622.
57. Sharpe William F., Alexander Gordon J., Bailey Jeffery V.: Investments. Upper Saddle River : Prentice Hall, 1999, 962 str.
58. Sundaresan Suresh M.: Fixed Income Markets and Their Derivatives. 2nd edition. Cincinnati : South-Western, 2002. 717 str.
59. Warther Vincent A.: Aggregate mutual fund flows and security returns. The Journal of Financial Economics, Oxford, 39(1995), 2&3, str. 209-235.
60. Woodard Dustin: The History of Mutual Funds. What You Need to Know About. [URL: <http://mutualfunds.about.com/library/weekly/aa112500a.htm>], 25.11.2000.
61. Zheng Lu: Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investors' Fund Selection Ability. The Journal of Finance, New York, 54(1999), 3, str. 901-933.
62. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna : Dej, 1999. 421 str.

## **8 VIRI**

1. Alfa posebni vzajemni sklad. Letno poročilo 2002. Maribor : Probanka DZU, 2003. 30 str.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 11(2002), 9, 105 str.

3. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 12(2003), 2, 105 str.
4. Fidelity Magellan Fund Prospectus May 21, 2003. Boston : Fidelity Investments, 2003, 23 str.
5. Financial Market Trends. Paris : Organisation for Economic Co-operation and Development, 2003, 84, 139 str.
6. Focus. Paris : World Federation of Exchanges, 2003, 124, 43 str.
7. Fundamentals. Washington, DC : Investment Company Institute, 11(2002), 4, 8 str.
8. KD Group. Letno poročilo 2001. Ljubljana : KD Group, 2002. 118 str.
9. Mutual Fund Fact Book. Washington, DC : Investment Company Institute, 2000. 120 str.
10. Mutual Fund Fact Book. Washington, DC : Investment Company Institute, 2002. 126 str.
11. Mutual Fund Fact Book. Washington, DC : Investment Company Institute, 2003. 129 str.
12. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003. 39 str.
13. Spletna stran Združenja družb za upravljanje investicijskih skladov – GIZ. [URL: <http://www.zdu-giz.si/ism1.html>], 10.10.2003.
14. Spletna stran časnika Finance. [URL: <http://www.finance-on.net>], 30.1.2003.
15. Spletna stran portala vzajemnih skladov Vzajemci.com. [URL: [http://www.vzajemci.com/Sredstva\\_VS/Slovenija/ CVS\\_SLO\\_DZU\\_in\\_VS.htm](http://www.vzajemci.com/Sredstva_VS/Slovenija/ CVS_SLO_DZU_in_VS.htm)], 10.10.2003.
16. Vanguard Wellington Fund Prospectus March 24, 2003. Valley Forge : The Vanguard Group, 2003, 32 str.
17. Vzajemni sklad Galileo. Poročilo pooblaščenega revizorja in računovodski izkazi za leto končano 31. decembra 2002. Ljubljana : KD Group, 2003. 76 str.

18. Vzajemni sklad KD Bond. Poročilo pooblaščenega revizorja in računovodski izkazi za leto končano 31. decembra 2002. Ljubljana : KD Group, 2003. 69 str.
19. Vzajemni sklad Rastko. Poročilo pooblaščenega revizorja in računovodski izkazi za leto končano 31. decembra 2002. Ljubljana : KD Group, 2003. 75 str.
20. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) (Uradni list RS, št. 6/94).
21. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS, št. 110/02).
22. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (Uradni list RS, št. 109/01).
23. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/94).



## PRILOGE



## PRILOGA 1

Tabela 1: Stroški vzajemnih skladov po posameznih kategorijah v obdobju od 1996 do 2001

<b>Kategorija*</b>	<b>Povprečni koeficient stroškov (v %)</b>
Large Value	1,41
Large Growth	1,50
Large Blend	1,24
Mid-Cap Value	1,43
Mid-Cap Growth	1,60
Mid-Cap Blend	1,40
Small Value	1,51
Small Growth	1,64
Small Blend	1,53
Conservative Allocation, Moderate Allocation	1,51
Foreign, Europe, Japan and World	1,64
Emerging Markets (including Latin America and Pacific/Asia)	1,64
All Sector Funds	1,53
Bond	1,04
High Yield	1,28
Emerging Markets, Multisector and International Bond	1,39

\* Prve štiri kategorije se nanašajo na delniške sklade, zadnja pa na obvezniške sklade.

Vir: Benz, Di Teresa, Kinnel, 2003, str. 48.

## PRILOGA 2

Tabela 2: Standardizirana tabela provizij vzajemnega sklada Magellan iz družine skladov Fidelity

---

---

### Fee Table

The following table describes the fees and expenses that are incurred when you buy, hold, or sell shares of the fund. The annual fund operating expenses provided below for the fund do not reflect the effect of any reduction of certain expenses during the period.

#### Shareholder fees (paid by the investor directly)

Maximum sales charge (load) on purchases (as a % of offering price)	3.00% <sup>A</sup>
Sales charge (load) on reinvested distributions	None
Deferred sales charge (load) on redemptions	None

<sup>A</sup> Lower sales charges may be available for fund balances over \$250,000.

#### Annual operating expenses (paid from fund assets)

Management fee	0.56%
Distribution and/or Service (12b-1) fees	None
Other expenses	0.21%
Total annual fund operating expenses	0.77%

A portion of the brokerage commissions that the fund pays may be reimbursed and used to reduce the fund's expenses. Including this reduction, the total fund operating expenses would have been 0.76%.

This **example** helps you compare the cost of investing in the fund with the cost of investing in other mutual funds.

Let's say, hypothetically, that the fund's annual return is 5% and that your shareholder fees and the fund's annual operating expenses are exactly as described in the fee table. This example illustrates the effect of fees and expenses, but is not meant to suggest actual or expected fees and expenses or returns, all of which may vary. For every \$10,000 you invested, here's how much you would pay in total expenses if you sell all of your shares at the end of each time period indicated:

1 year	\$ 376
3 years	\$ 539
5 years	\$ 715
10 years	\$ 1,226

---

Vir: Fidelity Magellan Fund Prospectus, 2003, str. 5.

## PRILOGA 3

Tabela 3: Absolutni in relativni delež posameznih vrst vzajemnih skladov v ZDA glede na čisto vrednost sredstev po stanju na dan 31.12.2002

	ČVS* (v mrd USD)	Relativni delež*
<b>Delniški skladi</b>		
agresivne rasti	436,2	6,8%
rasti	784,3	12,3%
panožni	121,4	1,9%
rasti in dohodka	860,5	13,5%
lastniško-dohodkovni	106,3	1,7%
globalni	140,9	2,2%
mednarodni	183,7	2,9%
regionalni	20,2	0,3%
porajajočih se trgov	13,7	0,2%
Delniški skladi skupaj	2.667,1	41,7%
<b>Mešani skladi</b>		
uravnoteženi	178,9	2,8%
fleksibilnega portfelja	67,6	1,1%
dohodka	59,6	0,9%
alokacije sredstev	21,2	0,3%
Mešani skladi skupaj	327,4	5,1%
<b>Obvezniški skladi</b>		
splošni skladi podjetniških obv.	38,4	0,6%
srednjeročni skladi podjetniških obv.	80,8	1,3%
kratkoročni skladi podjetniških obv.	59,1	0,9%
visokodonosnih obveznic	100,3	1,6%
splošni globalni	13,2	0,2%
kratkoročni globalni	3,2	0,0%
drugi svetovni	4,7	0,1%
splošni skladi državnih obv.	58,7	0,9%
srednjeročni skladi državnih obv.	39,9	0,6%
kratkoročni skladi državnih obv.	32,0	0,5%
hipotekarni	107,4	1,7%
strateško-dohodkovni	259,0	4,1%
splošni skladi občinskih obveznic ene države	142,9	2,2%
kratkoročni skladi občinskih obveznic ene države	11,7	0,2%
splošni skladi nacionalnih občinskih obveznic	136,6	2,1%
kratkoročni skladi nacionalnih občinskih obveznic	37,3	0,6%
Obvezniški skladi skupaj	1.125,1	17,6%
<b>Skladi denarnega trga</b>		
obdavčeni	1.997,2	31,2%
neobdavčeni	274,8	4,3%
Skladi denarnega trga skupaj	2.272,0	35,5%
<b>Vsi skladi skupaj</b>	<b>6.391,6</b>	<b>100,0%</b>

\* Podatki ne zajemajo sredstev skladov, ki investirajo v druge vzajemne sklade.

Vir: Mutual Fund Fact Book, 2003, str. 68, 89-90 in lastni izračuni.

## PRILOGA 4

Tabela 4: Agregatna struktura naložb slovenskih vzajemnih skladov po posameznih letih od leta 1999 do 2002

	Vrsta naložbe	31.12.1999		31.12.2000		31.12.2001		31.12.2002	
		Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)	Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)	Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)	Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)
<b>1</b>	<b>Denarna sredstva</b>	<b>223,25</b>	<b>2,53</b>	<b>133,83</b>	<b>1,25</b>	<b>235,73</b>	<b>1,61</b>	<b>2.518,37</b>	<b>4,54</b>
<b>2</b>	<b>Terjatve</b>	<b>110,66</b>	<b>1,25</b>	<b>76,09</b>	<b>0,71</b>	<b>148,96</b>	<b>1,01</b>	<b>187,33</b>	<b>0,34</b>
<b>3</b>	<b>Kratkoročni VP (skupaj)</b>	<b>410,49</b>	<b>4,65</b>	<b>359,41</b>	<b>3,35</b>	<b>105,55</b>	<b>0,72</b>	<b>1.900,71</b>	<b>3,43</b>
<b>4</b>	<b>Dolgoročni VP (skupaj)</b>	<b>7.980,24</b>	<b>90,46</b>	<b>9.974,04</b>	<b>92,83</b>	<b>13.488,87</b>	<b>91,85</b>	<b>48.289,92</b>	<b>87,13</b>
4.1	Domači VP (skupaj)	7.980,24	90,46	9.781,99	91,04	13.299,83	90,56	47.837,37	86,32
4.1.1	Obveznice (skupaj)	1.067,79	12,10	1.306,89	12,16	1.820,15	12,39	12.607,24	22,75
4.1.1.1	Republike Slovenije	365,17	4,14	353,69	3,29	711,93	4,85	5.717,00	10,32
4.1.1.2	Druge obveznice	702,62	7,96	953,20	8,87	1.108,22	7,55	6.890,24	12,43
4.1.2	Delnice (skupaj)	6.912,45	78,36	8.475,10	78,88	11.479,68	78,17	35.230,14	63,57
4.1.2.1	na org. trgu VP	6.614,92	74,99	8.424,16	78,41	11.411,74	77,70	34.903,80	62,98
4.1.2.2	zunaj org. trga VP	297,53	3,37	50,95	0,47	67,94	0,46	326,34	0,59
4.2	Tuji VP (skupaj)	0,00	0,00	192,05	1,79	189,05	1,29	452,55	0,82
4.2.1	Obveznice (skupaj)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4.2.2	Delnice (skupaj)	0,00	0,00	192,05	1,79	189,05	1,29	452,55	0,82
<b>5</b>	<b>Drugi VP</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>17,06</b>	<b>0,03</b>
<b>6</b>	<b>Depoziti v bankah in DFO</b>	<b>96,90</b>	<b>1,10</b>	<b>200,79</b>	<b>1,87</b>	<b>707,23</b>	<b>4,82</b>	<b>2.508,17</b>	<b>4,53</b>
<b>7</b>	<b>Skupaj (1+2+3+4+5+6)</b>	<b>8.821,55</b>	<b>100,00</b>	<b>10.744,16</b>	<b>100,00</b>	<b>14.686,34</b>	<b>100,00</b>	<b>55.421,57</b>	<b>100,00</b>

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002, 2003, str. 35-36.

## PRILOGA 5

### Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov, ki so bili uporabljeni v magistrskem delu

aggressive growth funds – skladi agresivne rasti  
annual account maintenance fee – letna provizija za vodenje računov  
annual fund operating expenses – letni operativni stroški  
appraisal ratio – cenitveni koeficient  
asset allocation funds – skladi alokacije sredstev  
augmented Dickey-Fuller test – prilagojeni Dickey-Fullerjev test  
back-end load - izstopna provizija  
balanced funds – uravnoteženi skladi  
benchmark portfolio – primerljiv portfelj  
board of directors – nadzorni svet  
bond mutual funds – dolžniški ali obvezniški vzajemni skladi  
capital appreciation funds – delniški skladi kapitalske rasti  
Capital Asset Pricing Model – model določanja cen dolgoročnih naložb  
characteristic line – karakteristična premica  
chartists – tehnični analitiki oziroma analitiki, ki prisegajo na tehnično analizo  
closed-end investment companies – zaprti investicijski skladi  
contingent deferred sales charge – odložena prodajna provizija  
corporate bond funds – skladi podjetniških obveznic  
custodian – skrbnik  
defined contribution plan – tip pokojninskega načrta v ZDA, kjer podjetja vplačujejo določen del plače zaposlenih v različne vrednostne papirje po njihovi želji  
differential return Sharpe ratio – Sharpov koeficient dodatne donosnosti  
distribution (12b-1) fee – distribucijska (12b-1) provizija  
duration – trajanje  
efficient set theorem – teorem učinkovitega zbira  
emerging market bond funds – obvezniški skladi porajajočih se trgov  
emerging market funds – skladi porajajočih se trgov  
equity mutual funds – lastniški ali delniški vzajemni skladi  
exchange fee – menjalna provizija  
expense ratio – koeficient stroškov  
flexible-portfolio funds – skladi fleksibilnega portfelja  
front-end load – vstopna provizija  
general corporate bond funds – splošni skladi podjetniških obveznic  
general government bond funds – splošni skladi državnih obveznic  
general national municipal bond funds – splošni skladi nacionalnih občinskih obveznic

general state municipal bond funds – splošni skladi občinskih obveznic ene države  
global equity funds – globalni delniški skladi  
government bond funds – skladi državnih obveznic  
government taxable money market funds – obdavčeni skladi kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev  
growth-and-income funds – skladi rasti in dohodka  
growth funds – skladi rasti  
high-yield bond funds – skladi visokodonosnih obveznic  
hybrid mutual funds – mešani vzajemni skladi  
income-equity funds – lastniško-dohodkovni skladi  
income-mixed funds – mešani skladi dohodka  
intermediate-term corporate bond funds – srednjeročni skladi podjetniških obveznic  
intermediate-term government bond funds – srednjeročni skladi državnih obveznic  
international equity funds – mednarodni delniški skladi  
international bond funds – mednarodni obvezniški skladi  
investment companies – investicijski skladi  
investment policy statement – izjava o investicijski politiki  
investment style – stil investiranja  
junk bonds – visokotvegane obveznice  
load funds – skladi s provizijami  
low-load funds – skladi z nizkimi provizijami  
management fee – upravljavska provizija  
market timing – tržno predvidevanje  
macroforecasting – makronapovedovanje  
microforecasting – mikronapovedovanje  
money market mutual funds – vzajemni skladi denarnega trga  
mortgage-backed funds – skladi hipotekarnih obveznic  
mutual funds – vzajemni skladi  
national municipal bond funds – skladi nacionalnih občinskih obveznic  
national tax-exempt money market funds – nacionalno neobdavčeni skladi denarnega trga  
net asset value – vrednost enote premoženja  
no-load funds – skladi brez provizij  
nongovernment taxable money market funds – obdavčeni skladi kratkoročnih nedržavnih vrednostnih papirjev  
open-end investment companies – odprti investicijski skladi  
other world bond funds – drugi svetovni obvezniški skladi  
performance persistence – pojav vztrajanja pri donosnosti  
policy asset mix – politika oblikovanja portfelja  
principal underwriter – prevzemnik prodaje delnic vzajemnega sklada

redemption fee – odkupna provizija  
regional equity funds – regionalni delniški skladi  
sales charge – prodajna provizija  
sector funds – panožni ali sektorski skladi  
securitization – listinjenje  
selectivity – selektivnost  
shareholder fees – provizije, ki jih vlagatelj plača neposredno  
short-term corporate bond funds – kratkoročni skladi podjetniških obveznic  
short-term global bond funds – kratkoročni globalni obvezniški skladi  
short-term government bond funds – kratkoročni skladi državnih obveznic  
short-term national municipal bond funds – kratkoročni skladi nacionalnih občinskih obveznic  
short-term state municipal bond funds – kratkoročni skladi občinskih obveznic ene države  
state municipal bond funds – skladi občinskih obveznic ene države  
state tax-exempt money market funds – državno neobdavčeni skladi denarnega trga  
strategic-income bond funds – strateško-dohodkovni obvezniški skladi  
survivorship bias – pojav pristranskosti preživetja  
The Investment Advisers Act of 1940 – Zakon o investicijskih svetovalcih v ZDA  
The Investment Company Act of 1940 – Zakon o investicijskih skladih v ZDA  
The Investment Company Institute – Združenje investicijskih skladov v ZDA  
The Securities Act of 1933 – Zakon o vrednostnih papirjih v ZDA  
The Securities Exchange Act of 1934 – Zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji v ZDA  
The U.S. Securities and Exchange Commission – Komisija za trg vrednostnih papirjev v ZDA  
total return funds – skladi skupne donosnosti  
transfer agent – posredovalni zastopnik  
treasuries – državni dolžniški vrednostni papirji  
treasury bills – zakladne menice  
treasury bonds – zakladne obveznice  
treasury notes – zakladni zapisi  
unit investment trusts – posebni investicijski skladi  
world bond funds – svetovni obvezniški skladi  
world equity funds – svetovni delniški skladi