

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PRIMERJALNA ANALIZA INVESTIRANJA V IZBRANE  
VZAJEMNE DELNIŠKE IN OBVEZNIŠKE SKLADE**

Ljubljana, september 2023

MONIKA VESIĆ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Monika Vesić, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Primerjalna analiza investiranja v izbrane vzajemne delniške in obvezniške sklade, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko doc. dr. Tanjo Istenič

### IZJAVLJAM

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

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

Podpis študentke: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 POMEN INVESTIRANJA PREMOŽENJA .....</b>	<b>2</b>
<b>1.1 Investicijski načrt.....</b>	<b>3</b>
<b>1.2 Načini trgovanja.....</b>	<b>4</b>
<b>1.3 Vedenje investitorjev na finančnih trgih .....</b>	<b>5</b>
<b>1.4 Prednosti in slabosti investiranja .....</b>	<b>7</b>
1.4.1 Prednosti investiranja .....	7
1.4.2 Slabosti investiranja.....	8
<b>2 SKLADOM ALTERNATIVNI NAČINI INVESTIRANJA.....</b>	<b>9</b>
<b>2.1 Delnice.....</b>	<b>9</b>
<b>2.2 Obveznice.....</b>	<b>10</b>
<b>3 VZAJEMNI SKLADI .....</b>	<b>12</b>
<b>3.1 Lastnosti vzajemnih skladov .....</b>	<b>12</b>
<b>3.2 Osnovni pojmi .....</b>	<b>14</b>
<b>3.3 Ponudniki vzajemnih skladov na slovenskem trgu.....</b>	<b>17</b>
<b>3.4 Delniški vzajemni skladi.....</b>	<b>18</b>
3.4.1 Vzajemni skladi v tehnologiji.....	19
3.4.2 Vzajemni skladi v zdravstvu, farmaciji .....	20
3.4.3 Vzajemni skladi v energetiki .....	22
3.4.4 Vzajemni skladi za Združene države Amerike.....	24
3.4.5 Vzajemni skladi na razvitih trgih.....	26
<b>3.5 Obvezniški vzajemni skladi.....</b>	<b>27</b>
3.5.1 Vzajemni skladi za obveznice držav, podjetij .....	28
<b>4 POSLOVANJE IZBRANIH DELNIŠKIH IN OBVEZNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV .....</b>	<b>30</b>
<b>4.1 Metodologija raziskovanja.....</b>	<b>30</b>
4.1.1 Analiza uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov.....	30
4.1.1.1 Kazalniki uspešnosti .....	33
4.1.2 Analiza tržnega deleža.....	37

4.1.3	Analizirani podatki .....	38
<b>4.2</b>	<b>Rezultati analize uspešnosti poslovanja izbranih vzajemnih skladov .....</b>	<b>38</b>
4.2.1	Rezultati analize poslovanja delniških vzajemnih skladov .....	38
4.2.2	Rezultati analize poslovanja obvezniških vzajemnih skladov .....	45
4.2.3	Primerjava uspešnosti poslovanja analiziranih delniških in obvezniških vzajemnih skladov glede na izbrana merila uspešnosti.....	48
<b>4.3</b>	<b>Rezultati analize tržnega deleža .....</b>	<b>51</b>
<b>5</b>	<b>DISKUSIJA.....</b>	<b>55</b>
	<b>SKLEP.....</b>	<b>61</b>
	<b>LITERATURA IN VIRI.....</b>	<b>62</b>
	<b>PRILOGE .....</b>	<b>75</b>

## KAZALO TABEL

Tabela 1:	Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov v tehnologiji.....	20
Tabela 2:	Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov v zdravstvu, farmaciji	22
Tabela 3:	Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov v energetiki.....	24
Tabela 4:	Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov za Združene države Amerike.....	25
Tabela 5:	Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov na razvitih trgih .....	27
Tabela 6:	Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov za obveznice držav, podjetij.....	29
Tabela 7:	Osnovni podatki o delniških vzajemnih skladih v obdobju 2011–2020 .....	40
Tabela 8:	Kazalniki uspešnosti poslovanja delniških vzajemnih skladov.....	42
Tabela 9:	Osnovni podatki o obvezniških vzajemnih skladih v obdobju 2011–2020.....	46
Tabela 10:	Kazalniki uspešnosti poslovanja obvezniških vzajemnih skladov.....	47
Tabela 11:	Vrstni red uspešnosti poslovanja analiziranih vzajemnih skladov glede na kazalnike uspešnosti.....	50
Tabela 12:	Rangiranje družb za upravljanje po tržnem deležu in uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov.....	54
Tabela 13:	Čista vrednost sredstev delniških vzajemnih skladov, 2011–2020 (v mio. EUR) .....	7
Tabela 14:	Čista vrednost sredstev obvezniških vzajemnih skladov, 2011–2020 (v mio. EUR).....	8

## KAZALO SLIK

Slika 1: Gibanje prometa obveznic in delnic na Ljubljanski borzi, 2011–2020 (v mio. EUR) .....	12
Slika 2: Gibanje tržnega deleža ponudnikov analiziranih vzajemnih skladov, 2011–2020 (v %) .....	52

## KAZALO PRILOG

Priloga 1: Trg nepremičnin.....	1
Priloga 2: Digitalne valute .....	4
Priloga 3: Čista vrednost sredstev delniških in obvezniških vzajemnih skladov .....	7

## SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

**BREXIT** – (angl. British exit); izstop Združenega kraljestva Velike Britanije in Severne Irske iz Evropske unije

**COVID-19** – (angl. coronavirus disease 2019); koronavirusna bolezen 2019

**CSP** – Celotni stroški poslovanja sklada

**ČVS** – Čista vrednost sredstev sklada

**EU** – Evropska unija

**SBITOP** – Slovenski borzni indeks

**RAP** – (angl. risk-adjusted performance); tveganju prilagojeno merilo uspešnosti

**KD** – Kmečka družba

**KNPVP** – Kolektivni naložbeni podjetji za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje

**CAPM** – (angl. Capital Asset Pricing Model); model določanja cen dolgoročnih naložb

**OECD** – (angl. Organisation for Economic Co-operation and Development); Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj

**VEP** – Vrednost enote premoženja sklada

**ZDA** – Združene države Amerike

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



## UVOD

V današnjem času je zelo pomembno, da so posamezniki finančno pismeni, torej da znajo varčevati svoje premoženje in ga investirati v ustrezne naložbe, ki na dolgi rok prinašajo ustrezne donose. To je pomembno predvsem v državah, ki so odgovornost glede varčevanja denarja za pokoj iz delodajalca prenesle na delojemalce. V tem primeru si morajo zaposleni sami zagotoviti, da bodo imeli brezskrbno življenje v času upokojitve. Staranje prebivalstva na drugi strani pomeni tudi nižjo državno pokojnino za starostnike. Pomen finančne pismenosti se tako zvišuje, saj omogoča, da lahko posameznik s preteklimi vložki uživa brezskrbno upokojitveno obdobje (Lusardi, 2015).

V trenutnem času, po pojavu pandemije koronavirusne bolezni 2019 (angl. coronavirus disease 2019, v nadaljevanju COVID-19), sta ustrezno investiranje in varčevanje prišla še bolj do izraza. Negotovost na trgu dela in negotov razvoj epidemije sta vodila v spremenjene potrošniške navade gospodinjstev v Sloveniji, ki so začela zmanjševati obseg potrošnje in zviševati stopnjo privarčevanega denarja. V letu 2020 je stopnja varčevanja gospodinjstev, to je odstotek bruto varčevanja v bruto razpoložljivem dohodku, znašala 25,1 % (Celcer, 2021) in se je glede na leto 2019 povečala za 11,7 odstotne točke (Banka Slovenije, 2021). Stopnja varčevanja v letu 2020 je predstavljala rekordno zvišanje v obdobju 2008–2020. V obdobju 2008–2019 je namreč povprečna stopnja varčevanja znašala 12,3 % (Celcer, 2021). Visoka stopnja varčevanja posameznikov in nizke obrestne mere so pri bankah v letu 2021 vodile v zaračunavanje bančnih ležarin na vloge upnikov. V izogib temu so takrat lahko upniki svoj denar na računu razpršili na različne načine, eden izmed primerov je bila investicija v vzajemne sklade (Redžič, 2021; SKB d.d., 2021). V primerjavi z, na primer, delnicami podjetij investicije v sklade veljajo za precej manj volatilen instrument (Salwan, 2021), kar zvišuje privlačnost teh investicij.

Kljub množici informacij, ki so nam na voljo, je še vedno ogromno posameznikov, ki se jim porajajo raznovrstna vprašanja. Kot na primer to, da ne vedo točno, v kaj bi investirali, zakaj bi sploh investirali, za kakšno obdobje bi investirali, koliko denarja bi investirali, kakšna tveganja so povezana z izbrano naložbo in kakšno stopnjo tveganja je smiselno sprejeti (Catmull, 2019; Galassi, 2021). Glavni **namen** magistrskega dela predstavlja primerjava poslovanja različnih vzajemnih skladov, s pomočjo katere sem ugotovila, v kateri vzajemni sklad je glede na izbrane finančne kazalnike najbolj optimalno investirati. Slednje predstavlja **temeljni cilj** magistrskega dela. Omenjeni cilj sem dosegla tako, da sem med seboj primerjala tiste sklade različnih ponudnikov, ki so si glede na strukturo naložb med seboj primerljivi. Primerjavo med skladi sem naredila glede na pretekle podatke, in sicer za obdobje 10 let, to je od leta 2011 do leta 2020.

Vzajemni skladi poskušajo z navezovanjem na preteklo poslovanje vzbuditi pozornost pri potencialnih vlagateljih. Uspešnost sklada se meri s pomočjo dveh dimenzij – tveganja in donosa. Za pravilno investicijsko odločitev je pomembno, da se pri želenem skladu ustrezno

ovrednotita tako tveganje kot donos (Jagrič, Kolanović, Podobnik & Strašek, 2005). Obstaja veliko finančnih kazalnikov, s katerimi se lahko izračuna tveganje naložbe oziroma sklada. Med najpogostejše instrumente so Jagrič, Kolanović, Podobnik in Strašek (2005) ter Podobnik, Balen, Jagrič in Kolanović (2007) uvrstili Sharpov in Treynorjev kazalnik, model določanja cen dolgoročnih naložb (angl. Capital Asset Pricing Model, v nadaljevanju CAPM model), Jensenovo alfo ter informacijski kazalnik. Vsi omejeni kazalniki so bili uporabljeni pri izvedbi analize poslovanja vzajemnih skladov. Na podlagi navedenega sem si postavila prvo raziskovalno vprašanje: kakšno je rangiranje vzajemnih skladov glede na izbrane kazalce uspešnosti skladov?

Pri analizi vzajemnih skladov v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) za obdobje 1976–2009 je bilo ugotovljeno, da obstaja določena povezava med tržnim deležem in uspešnostjo sklada. Ugotovili so namreč, da lahko družbe za upravljanje skladov, ki so bolj inovativne kot njihova konkurenca in ki ponujajo produkte v manj obremenjenih segmentih, dosežejo višji tržni delež (Khorana & Servaes, 2011). Na podlagi navedenega sem si postavila drugo raziskovalno vprašanje: ali obstaja povezava med tržnim deležem in uspešnostjo izbranih vzajemnih skladov?

Magistrsko delo je razdeljeno na teoretični in empirični del. Teoretični del je sestavljen iz treh poglavij. V prvem poglavju je predstavljen pomen investiranja premoženja, kjer so predstavljeni vzpostavitev naložbenega načrta, načini trgovanja, vedenja investorjev na finančnih trgih ter prednosti in slabosti investiranja. V drugem poglavju so predstavljeni skladom izbrani alternativni načini investiranja, v tretjem poglavju pa so na kratko predstavljene informacije izbranih vzajemnih skladov slovenskih ponudnikov. Empirični del predstavlja četrto poglavje, v katerem sta opisani analiza uspešnosti poslovanja skladov in analiza tržnih deležev izbranih vzajemnih skladov. V tem poglavju sem uporabila podatke, ki so bili v času analize dostopni. Peto poglavje predstavlja diskusija, kjer so povzeti rezultati analiz in podani odgovori na raziskovalni vprašanji ter predstavljena priporočila za deležnike in omejitve raziskave. V zadnjem poglavju magistrskega dela sledi sklep, kjer so na kratko povzete ugotovitve izvedenih raziskav.

## **1 POMEN INVESTIRANJA PREMOŽENJA**

Za osebe, ki imajo presežek likvidnih sredstev, je pomembno razumevanje razlike med pojmom varčevanje in investiranje. Veljić Pecman (2020) varčevanje definira kot zavestno odločitev posameznika, da določen delež svojega prihodka privarčuje in ga ne potroši. Prav tako navaja, da je bistvo varčevanja v nadzoru lastnih financ, s čimer se oseba izogne nepotrebnim izdatkom in si omogoči večjo finančno varnost. Investiranje na drugi strani pomeni, da oseba z investiranjem sredstev v izbrano naložbo poskuša na daljši rok povečati svojo začetno investicijo oziroma vrednost premoženja (Kokošinek, 2019). Lubej in Stanonik (2009) varčevanje in investiranje ločujeta na podlagi donosnosti in inflacije; pri



investiranju je donosnost višja od stopnje inflacije, pri varčevanju pa je stopnja inflacije enaka ali nižja od donosnosti naložbe.

Da lahko investitor pride do zastavljene oziroma zelene stopnje bogastva, si mora narediti ustrezen investicijski načrt (Farrington, 2015). Pred pripravo investicijskega načrta je pomembno, da investitor naredi pregled trenutnega stanja osebnih financ, pregleda mesečne prihodke in odhodke ter dolgove in s tem pridobi jasno sliko o svojih finančnih zmožnostih (Lubej & Stanonik, 2009).

## **1.1 Investicijski načrt**

Na začetku priprave naložbenega načrta si mora investitor določiti cilje (v okviru lastnih finančnih zmožnosti), ki odražajo njegov namen investiranja oziroma varčevanja premoženja (Vidrih, 2020). Pri tem si mora opredeliti jasne in realne (finančne) cilje, ki so izraženi vrednostno in v časovnem okvirju (Lubej & Stanonik, 2009; Nissenbaum, Raasch & Ratner, 2004). Temelj investiranja premoženja predstavlja povezava med tveganjem in donosom, in sicer večje kot bo tveganje, višji bo običajno donos, in obratno (Tycho Press, 2013). Omenjeno povezavo je med drugim dokazal tudi Kamarasu (2021), ki je v analizo zajel podatke za obdobje 108 let, in sicer za tri glavne razrede finančnih sredstev: delnice, obveznice in gotovino oziroma denarni trg. Na splošno se lahko finančni cilji razdelijo na cilje tveganja in donosnosti. Cilji tveganja predstavljajo pripravljenost vlagatelja, da pri izbranih finančnih naložbah prevzame več tveganja (je bolj agresiven) ali manj tveganja (je bolj konservativen). Za cilje donosnosti pa je značilno, da si investitor določi zeleno oziroma zahtevano stopnjo donosa njegovega naložbenega portfelja (Laopodis, 2020). Izbrane finančne cilje lahko investitor naprej razdeli še glede na ročnost, to je na kratkoročne (dosežene v obdobju enega leta), srednjeročne (dosežene v obdobju petih let) in dolgoročne cilje (dosežene v obdobju, daljšem od petih let) (Nissenbaum, Raasch & Ratner, 2004; Lubej & Stanonik, 2009).

Na podlagi finančnih ciljev investitor ugotovi, katere naložbe, ki so dostopne na trgu, so zanj najprimernejše (Nissenbaum, Raasch & Ratner, 2004). V okviru določanja ciljev si investitor še opredeli dopustno stopnjo tveganja (Vidrih, 2020), saj so investitorji pri vsaki investicijski naložbi, ki jo izvedejo, izpostavljeni različnim vrstam tveganja (na primer tržnemu, valutnemu, kreditnemu tveganju, tveganju inflacije in podobno) (Prohaska, 1999). V naslednjem koraku si investitor izbere naložbe, ki ustrezajo njegovim ciljem in tveganju, ter si s tem sestavi naložbeni portfelj (Vidrih, 2020).

Pri vzpostavljanju optimalnega naložbenega portfelja je lahko investitorju v pomoč naložbena piramida. Ta je sestavljena iz naložb, ki se glede na stopnjo tveganja razvrstijo v tri različne stopnje/nivoje. V vsaki izmed stopenj piramide so različne oblike finančnih instrumentov, ki jih lahko potencialni investitor izbere. Temelj piramide oziroma prvi nivo predstavlja finančna zaščita, za katero je značilna nizka stopnja tveganja in kjer lahko investitor izbira med državnimi vrednostnimi papirji, bančnimi depoziti, zdravstvenim

zavarovanjem, pokojninskimi skladi, skladi denarnega trga in tako dalje. Nato sledi nivo varčevanja (srednje tveganje), kjer lahko investitorji izbirajo med obveznicami bank in podjetij, delnicami podjetij, mešanimi vzajemnimi skladi, delniškimi in indeksnimi skladi in tako dalje. Vrh piramide pa predstavlja investiranje, ki je deležno visoke stopnje tveganja in kjer lahko investitorji uporabijo terminske pogodbe in opcije (Lubej & Stanonik, 2009).

Na koncu se investitor še odloči, katero strategijo investiranja bo uporabil (Vidrih, 2020), pri čemer lahko izbira med aktivno in pasivno strategijo, lahko pa se tudi posluži različnih tehničnih (analiza finančnih izkazov) in temeljnih analiz (analiza preteklega vedenja vrednostnega papirja), investiranja s pomočjo posrednika in podobno (Laopodis, 2020). Aktivne naložbene strategije predstavljajo analizo sredstev z namenom doseganja donosov boljših od povprečja (na primer v primerjavi s tržnim indeksom). Pri omenjeni strategiji vlagatelji nenehno ocenjujejo trg in sredstva za dobra trgovanja, ter poskušajo svoje portfelje postaviti tako, da bodo izkoristili trenutne in prihajajoče priložnosti. Pasivne naložbene strategije pa temeljijo na ideji, da so vrednostni papirji pošteno ocenjeni in da so trgi učinkoviti. Bistvo pasivne strategije predstavlja doseganje donosov, ki jih zasluži splošni trg (Laopodis, 2020; Gubo, 2016). Po zaključeni sestavi naložbenega načrta lahko investitor uporabi različne načine trgovanja naložb, ki jih je vključil v svoj portfelj.

## **1.2 Načini trgovanja**

Danes imajo investitorji na finančnih trgih na razpolago mnogo različnih finančnih instrumentov, kar je posledica močnega povečanja obsega informacij s področja finančnih naložb na svetovnem spletu (Mistretta, 2017). Pred leti so vsi veliki mediji cene finančnih instrumentov dnevno objavljali v njihovih tiskanih novicah, s čimer so investitorjem omogočili, da so lahko sledili gibanju cen delnic in drugih finančnih instrumentov v njihovem portfelju (Tycho Press, 2013). Velik napredek v razvoju računalnikov in programske opreme v oblaku je investitorjem med drugim omogočil, da si lahko najbolj uporabljeno finančno orodje (to je Bloomberg terminal) namestijo kar na lastni računalnik. Slednji je med posamezniki zelo priljubljen prav zaradi tega, ker omogoča takojšen dostop do cen v realnem času in do novic na trgu ter možnost takojšnjega sklepanja posla (Mistretta, 2017). Uspešnost finančnih instrumentov preverjajo investitorji tudi prek spletnih strani, kot so Yahoo! Finance, Google Finance, MSN Money in podobno (Tycho Press, 2013).

V današnjem času se investitorji vedno manj zanašajo na posrednike in vedno bolj uporabljajo samostojno, direktno investiranje. Dostopnost in razpoložljivost naložbenih orodij na spletu predstavljata glavna razloga za upad povpraševanja po svetovalcih in povečano dejavnost lastnega vodenja investicijskega portfelja (Prive, 2014). Pred razvojem spletnih platform so za naročilo o trgovanju morali investitorji kontaktirati finančne svetovalce oziroma posrednike, pri čemer so jim ti v povprečju zaračunali 2,5-odstotno provizijo (Mistretta, 2017; Belsky, 1992). Obračunavanje provizij je z razvojem različnih

platform za trgovanje še vedno prisotno, vendar v bistveno nižjih odstotkih kot nekoč (Amenc & Le Sourd, 2013).

Na finančnih trgih lahko investitorji izbirajo med široko paleto finančnih instrumentov, vse od nizkotveganih instrumentov s stalnim donosom do visoko tveganih lastniških naložb (Mahdzan, Zainudin & Yoong, 2020). S finančnimi sredstvi se lahko trguje na različnih finančnih trgih, kot so primarni, sekundarni, neposredni in posredni trgi, trg trgovcev, borzni trg in tako dalje.

Na primarnem trgu nastopajo na novo izdani finančni instrumenti, na sekundarnem trgu (na primer borzni trg) pa tisti vrednostni papirji, ki so že v obtoku. Večinski del trgovanja vrednostnih papirjev med vlagatelji se odvija na sekundarnem trgu (Bond, Edmans & Goldstein, 2012). Na neposrednem trgu investitorji neposredno poiščejo vir ali zastopnika, ki prodaja želeni vrednostni papir, pri posredniškem trgu (angl. brokered market) pa posredniki vlagateljem nudijo storitve v zameno za plačilo. Dober primer posredniškega trga je trg nepremičnin, kjer investitor najame posrednika, da mu poišče primerno nepremičnino, mu svetuje pri odločitvi in podaja napotke skozi celoten proces nakupa. Trg trgovcev (angl. dealer market) pomeni, da je trgovec tisti, ki za izbrano finančno sredstvo trži določeno vrednost ali ki trži skupino vrednostnih papirjev za nakup in prodajo na trgu. Za borzni oziroma dražbeni trg (angl. auction market) pa je značilno, da je med vsemi trgi najučinkovitejši, saj se trgovci fizično srečujejo na enem mestu in trgujejo z vrednostnimi papirji. Najpomembnejši svetovni borzni trg predstavlja borza v New Yorku (Laopodis, 2020), medtem ko borzni trg v Sloveniji predstavlja Ljubljanska borza.

### **1.3 Vedenje investitorjev na finančnih trgih**

Vedenje posameznih investitorjev pri vlaganju na finančni trg je močno povezano z njihovimi izkušnjami iz preteklosti. Vlagatelji se bodo poskušali izogibati vedenjem, ki so jim v preteklosti povzročala bolečino, in bodo ponavljali tista vedenja, ki so sovpadala z užitek. To pomeni, da je večja verjetnost, da bodo investitorji odkupili tiste vrednostne papirje, ki so jih prodali z dobičkom, kot pa tiste, ki so jih prodali z izgubo (Barber & Odean, 2013). Ob tem so De, Gondhi in Pochiraju (2010) ugotovili, da investitorji trgujejo bolj aktivno v primeru, če so bila njihova zadnja trgovanja uspešna.

Skladno s teorijo se običajno predpostavlja, da imajo investitorji dobro razpršene naložbene portfelje in da v izogib visokim davkom in drugim naložbenim stroškom redko trgujejo (Barber & Odean, 2000; Barber & Odean, 2013). V praksi pa se investitorji marsikdaj obnašajo drugače, na primer trgujejo pogosteje, sprejemajo napačne naložbene odločitve, zanašajo se na pretekle izkušnje, prodajajo donosne naložbe in zadržijo nedonosne, ter si s tem ustvarjajo nepotrebne stroške. V praksi imajo namreč na investicijske odločitve zelo velik vpliv objave v medijih (Barber & Odean, 2013). V primeru, da je bila novica o donosu določenega vrednostnega papirja objavljena v lokalnem časopisu, namenjenem

investitorjem, obstaja večja verjetnost, da bodo posamezni vlagatelji z njim tudi trgovali (Engelberg & Parsons, 2010).

Za investitorje, ki imajo na finančnih trgih več izkušenj in trgujejo bolj aktivno, velja, da v povprečju zaslužijo višje bruto in neto donose (Garay & Pulga, 2021). Vlagatelji, ki se počutijo bolj kompetentne, namreč pogosteje trgujejo in imajo bolj mednarodno razpršene portfelje (Graham, Harvey & Huang, 2009). Ob tem pa Anderson (2013) ugotavlja, da mlajši posamezniki, ki imajo nižji dohodek in slabšo izobrazbo, trgujejo bolj aktivno, a manj uspešno od povprečja.

Do razlik v uspešnosti med posameznimi investitorji tako prihaja zaradi različnih kognitivnih sposobnosti, različnih preteklih izkušenj, starosti in spola (Garay & Pulga, 2021). Za investitorje z visokim inteligenčnim kvocientom so značilne investicije v vzajemne sklade in v veliko število delnic (Grinblatt, Keloharju & Linnainmaa, 2012). Talwar, Talwar, Kaur, Tripathy in Dhir (2021) pa so v svoji raziskavi ugotovili, da na trgovanje investitorja vplivajo finančna tesnoba, optimizem, finančna varnost, zanimanje za finančne težave in potreba po previdnostnih prihrankih. Kuhnen in Knutson (2011) sta ugotovila, da lahko anksioznost oziroma tesnoba vpliva na nagnjenost investitorja k prevzemanju tveganja, medtem pa sta Paluri in Mehra (2016) ugotovila, da anksioznost povzroči, da investitorji sprejemajo bolj konservativne odločitve glede investiranja. Kaplanski, Levy, Veld in Veld-Merkoulova (2015) so ugotovili, da imajo posamezniki z bolj pozitivnim pogledom na svet in na investiranje višja pričakovanja glede donosnosti naložb in namero o količinsko večjem nakupu vrednostnih papirjev. Strömbäck, Lind, Skagerlund, Västfjäll in Tinghög (2017) poudarjajo, da na finančno vedenje posameznikov vplivajo psihološki dejavniki, kot sta samonadzor in optimizem. Park in Sela (2018) pa ugotavljata, da se investitorji izogibajo finančnih odločitev, ki niso skladne z njihovim slogom sprejemanja odločitev. Gre torej za neskladnost z njihovimi občutki in čustvi ob izbiri določene investicije, neskladnost z običajnim načinom izbiranja naložb in podobno.

Na investitorjevo sposobnost sprejemanja tveganja med drugim vplivajo različna čustvena stanja (Kuhnen & Knutson, 2011). Laopodis (2020) navaja tri skupine stališč, ki jih imajo investitorji do tveganja: naklonjenost, nenaklonjenost in nevtralnost do tveganja. Občutki strahu povečujejo odločitve, ki niso naklonjene tveganju, jeza pa spodbuja nasprotno vedenje (Lerner & Keltner, 2001).

Za investitorje, naklonjene tveganju, je značilno, da so za izbrano naložbo pripravljeni sprejeti negativne spremembe vrednosti ali neugoden izid, ki je drugačen od pričakovanega (Kannadhasan, 2015) ter da imajo manj razpršene portfelje in več trgujejo (Dorn & Huberman, 2005). Za investitorje, ki so naklonjeni tveganju, je priporočljivo investiranje v delniške vzajemne sklade, kjer naj bi bili donosi nadpovprečni (Lubej & Stanonik, 2009). Tveganju nenaklonjeni vlagatelji so tisti, ki ne marajo sprejemati tveganja (Laopodis, 2020) in imajo željo zgolj po zaščiti osebnega premoženja (Lubej & Stanonik, 2009). Omenjeni skupini investitorjev predstavljajo vzajemni skladi enega izmed bolj sprejemljivih načinov

investiranja sredstev (Mahdzan, Zainudin & Yoong, 2020), pri čemer je za takšne investitorje priporočljivo investiranje v obvezniške vzajemne sklade (Lubej & Stanonik, 2009). Za vlagatelje, ki so glede stopnje tveganja nevtralni, je značilno, da jim pri investiranju ni pomembno, da obstaja 50-odstotna možnost, da vsa investirana sredstva izgubijo ali da dobijo povrnjeno višjo vrednost investiranih sredstev (na primer igranje loterije) (Laopodis, 2020). Za omenjene vlagatelje je priporočljivo investirati v mešane vzajemne sklade, kjer bodo donosi višji od obvezniških skladov (Lubej & Stanonik, 2009).

## **1.4 Prednosti in slabosti investiranja**

Pred izbiro načina investiranja je pomembno, da vlagatelj razmisli o ustrezni povezavi med tveganjem in donosom, ki ga izbrana investicija prinaša, ter tudi jasno razmisli, kakšno stopnjo tveganja je pripravljen sprejeti (Lubej & Stanonik, 2009). Pomembno je torej, da investitor pretehta pozitivne in negativne lastnosti določene investicijske odločitve. V nadaljevanju sledi predstavitev prednosti in slabosti investiranja premoženja v splošnem.

### **1.4.1 Prednosti investiranja**

Investiranje omogoča vlagateljem zaščito pred inflacijo. Če denarnih sredstev ne bi plemenitili, bi ta namreč začela po preteku določenega časa izgubljati vrednost. Omenjeno je posledica inflacije, ki predstavlja splošen dvig cen in padec kupne moči denarja. Za zaščito pred inflacijo je tako pomembno, da je donos investicije v določenem obdobju vsaj takšen, kot je stopnja inflacije (Farrington, 2015). Finančni trgi namreč omogočajo posameznikom, da tekočo potrošnjo in dohodek, ki ga ne želijo porabiti v sedanosti, preložijo na potrošnjo v prihodnosti in s tem ob spreminjanju vrednosti sredstev skozi čas podobno trošijo (Laopodis, 2020).

Med prednosti investiranja premoženja se poleg izogiba inflaciji in možnosti, da lahko v prihodnosti posameznik troši podobno kot zdaj, uvršča še možnost obrestovanja. Učinek obrestnega obrestovanja (Muroi, 2015) pomeni, da več let kot bo oseba investirala, več obresti na obresti bo zaslužila in s tem hitreje prišla do želenega cilja; pri tem bo morala investirati manjšo količino sredstev. Omenjeni učinek lahko prikažemo na primeru osebe, ki se odloči investirati sredstva pri starosti 25 let in ob 10-odstotni letni stopnji donosa. Ta oseba bo morala do obdobja upokojitve (na primer do 65. leta) in želenega prihranka 1 milijona USD vsak mesec investirati zgolj 190 USD; v primeru, da oseba z enakimi predpostavkami začne z investicijo šele pri starosti 45 let, bo morala vsak mesec investirati 1.500 USD (Gobler, 2021). Iz navedenega primera je tudi razvidno, da je zelo pomemben ustrezen časovni začetek investiranja sredstev. Gobler (2021) navaja, da naj bi osebe v nižjih starostnih razredih imele večje možnosti za povečanje svojega bogastva, tudi iz razloga, ker imajo več manevrskega prostora za investicijske napake. Investitorji imajo v kasnejših starostnih obdobjih nižjo toleranco do tveganja, saj imajo za doseg svojih ciljev in za povrnitev morebitne izgube na voljo bistveno manj časa (Kannadhasan, 2015).

Investiranje na drugi strani predstavlja možnost plačila nižje stopnje davka (Farrington, 2015), saj so kapitalski dobički v povprečju obdavčeni po nižji stopnji kot običajen dohodek iz dela (Barber & Odean, 2002).

#### 1.4.2 Slabosti investiranja

Negotovost potencialnih donosov in morebitna izguba investiranega premoženja predstavljata pomembni negativni lastnosti investiranja. Nihanje vrednosti naložb, ki je odvisno od časa prodaje naložbe, vrste finančnega instrumenta in stanja ekonomije kot celote, lahko povzroči investitorju izgubo celotne vrednosti investiranih sredstev (Royal, 2021). Z razpršitvijo naložbenega portfelja se lahko investitorji zaščitijo pred nihanjem cen instrumentov na finančnih trgih. Ta nihanja so predvsem značilna za trge, kjer je prisotna volatilitnost (Berk & DeMarzo, 2017). Zaradi zapletenosti razumevanja investiranja pa velikokrat investitorji potrebujejo pomoč strokovnjakov, kar jim prinese dodatne stroške (Royal, 2021).

Med slabosti investiranja se lahko uvrsti tudi agresivno trgovanje, na katero vpliva kombinacija učinka hišnega denarja (angl. the house money effect) in učinka razpolaganja (angl. disposition effect) (Bian, Chan, Shi & Zhou, 2018). Za učinek hišnega denarja velja, da predhodni dobički niso pričakovani (Arkes in drugi, 1994) in da morajo biti dobički od naložb dovolj veliki, da jih vlagatelj ne more pričakovati in jih tako dojema kot denar hiše (Hsu & Chow, 2012). Učinek razpolaganja pa pomeni, da investitorji prodajo donosne naložbe, saj se je njihova vrednost povečala in bodo lahko realizirali dobiček, ter da obdržijo nedonosne, katerih vrednost se je zmanjšala in bi ob prodaji naložbe lahko realizirali izgubo (Barber & Odean, 2013). Učinek razpolaganja je najizrazitejši pri finančno neizkušenih vlagateljih (Barber & Odean, 2013) in tistih, ki ne trgujejo pogosto (Kumar & Lim, 2008), medtem ko učinek hišnega denarja prikazuje težnjo vlagateljev, da vstopajo v naložbene pozicije z višjim tveganjem preprosto zato, ker so že ustvarili dobiček od začetne naložbe (Thaler & Johnson, 1990).

Negativno stran investiranja predstavlja tudi dejstvo, da imajo na finančne odločitve posameznikov močan vpliv dejavniki, kot so finančna pismenost, toleranca do finančnega tveganja (Mutlu & Özer, 2021), čustva, osebne vrednote, previsoka samozavest, osebna prepričanja in podobno (Kasemsap, 2015). Pomanjkanje finančne pismenosti vodi v sprejemanje napačnih finančnih odločitev (Mutlu & Özer, 2021), premalo razpršene portfelje (Guiso & Jappelli, 2008), premajhen obseg udeležbe pri različnih trgovanjih (Van Rooij, Kool & Prast, 2007), slabšo pripravo na upokojitveno obdobje (Lusardi & Mitchell, 2007) in tako dalje. Sarwar in Afaf (2016) sta ugotovila, da imajo psihološki dejavniki, kot so misli, občutki, optimizem, strah pred izgubo, pohlep in podobno, na sprejemanje odločitev posameznika celo večji vpliv kot ekonomski dejavniki, kot so gibanje cen, tveganje, donosi, računovodski izkazi podjetij, pričakovani dobički in podobno.

Vpliv čustev na sprejemanje finančnih odločitev predstavlja pomembno negativno stran investiranja, saj lahko investitorji postanejo žrtve lastnih čustev. Slednje lahko vodi v sprejemanje finančnih odločitev na podlagi svojih občutkov in ne na podlagi temeljne analize podjetja (Dominic & Gupta, 2020). Negativno stran investiranja predstavlja tudi prekomerna samozavest investorjev, ki vodi v pretiravanja pri nakupu dodatnih naložb, sprejemanje nepotrebnega tveganja in ignoriranje negativnih povratnih informacij in/ali težav. Preveč samozavestni investitorji lahko precenijo svojo sposobnost prepoznavanja zmagovalnih naložb, kar ima posledično negativen vpliv na njihove donose (Kasemsap, 2015).

## **2 SKLADOM ALTERNATIVNI NAČINI INVESTIRANJA**

Obstajajo različni načini investiranja, ki se jih lahko poslužujejo tako posamezniki kot podjetja. SKB d.d. (2020) navaja, da so najbolj znane vrste investicij delnice, obveznice, nepremičnine, virtualne valute in skladi. V nadaljevanju poglavja sta predstavljeni zgozlj dve alternativni investiranju v vzajemne sklade, in sicer delnice ter obveznice, saj so vzajemni skladi, ki so bili vključeni v analizo uspešnosti poslovanja, pretežno sestavljeni iz omenjenih tipov vrednostnih papirjev. Preostali zelo poznani vrsti investicij – nepremičnine in virtualne valute – pa sta predstavljeni v prilogah 1 in 2.

### **2.1 Delnice**

Pri delniški družbi je lastništvo razdeljeno na delnice, ki skupaj predstavljajo lastniški kapital podjetja. Vlagatelji imajo naziv delničarji ali imetniki lastniškega kapitala (Berk & DeMarzo, 2017). Lastništvo delnice predstavlja finančno tveganje, saj v primeru, da gre podjetje v stečaj, delnica tega podjetja postane ničvredna (Kahn & Baum, 2020). Delnice podjetja trgujejo neprestano. Na dolgi rok cene delnic rastejo tako, kot rastejo prodaja in dobički podjetja, na kratek rok pa lahko na ceno vpliva več različnih dejavnikov (splošni gospodarski trendi, novice konkurenčnih podjetij, ukrepi vlade in tako dalje) (Tycho Press, 2013).

Delnice javnih (odprtih) delniških podjetij trgujejo na organiziranem trgu (borzi), delnice zasebnih (zaprtih) podjetij pa na tem trgu ne trgujejo (Berk & DeMarzo, 2017). Delnicam, ki javno trgujejo, se cene določajo na delniškem trgu (Kahn & Baum, 2020). V Sloveniji predstavlja omenjeni trg Ljubljanska borza. Na sliki 1 v podpoglavju 2.2 je prikazano gibanje prometa delnic, ki so bile v obdobju 2011–2020 prisotne na Ljubljanski borzi. Iz slike je razvidno, da se je promet delnic skozi izbrano obdobje spreminjal, kar predstavlja posledico spreminjanja števila razpoložljivih delnic, ki so bile vključene na trg za trgovanje, in samo aktualnost razpoložljivih delnic investitorjem. Najmanjša vrednost prometa je bila v izbranem obdobju zabeležena leta 2013 (299 mio. EUR), največja pa leta 2014 (608 mio. EUR). Iz podatkov je razvidno, da je vrednost prometa delnic v izbranem obdobju zrasla.

Poleg prodajne cene in prometa delnice je za investitorja pri delnicah pomembno tudi to, kako podjetja presežna sredstva razdelijo med svoje investitorje. Slednje naredijo s pomočjo odkupa lastnih delnic ali s pomočjo izplačila dividend (Berk & DeMarzo, 2017), ki predstavljajo periodično denarno plačilo (Kahn & Baum, 2020). Določena podjetja dividende izplačujejo redno, medtem ko določena dividend ne izplačujejo (Berk & DeMarzo, 2017).

Obstajajo različne oblike delnic podjetij, kot so delnice z veliko in delnice z malo kapitalizacije, navadne in prednostne delnice. Delnice z veliko kapitalizacije so delnice velikih podjetij, ki so manj volatilne, delnice z malo kapitalizacije pa so delnice manjših podjetij z višjim tveganjem (Tycho Press, 2013). Prednostne delnice svojim imetnikom omogočajo, da so v primeru stečaja podjetja izplačani pred imetniki navadnih delnic. Za razliko od navadnih delnic imetniki prednostnih delnic nimajo glasovalnih pravic in niso lastniki kapitala družbe. Ker so prednostne delnice manj tvegane, je njihova donosnost na splošno nižja od navadnih delnic (Kahn & Baum, 2020).

Pomembno prednost pri investiranju v delnice predstavljajo raznolikost oziroma velika ponudba delniških podjetij, fleksibilnost, saj delnice trgujejo čez celoten dan in omogočajo investitorjem, da jih lahko kadarkoli v trgovalnem dnevu kupijo ali prodajo, ter relativno visoki donosi. Volatilnost zaradi neprestanega nihanja cen predstavlja slabost pri investiranju v delnice. Pod slabosti se lahko uvrsti še kompleksnost analiz, saj je v te analize treba vložiti veliko časa in volje, kar pa je lahko eden izmed razlogov, zakaj so na primer vzajemni skladi v splošnem bolj priljubljeni (Tycho Press, 2013). Veliko investitorjev tako razprši svoje naložbene portfelje z nakupom deleža v vzajemnih skladih ali v skladih, s katerimi se trguje na borzi. To vlagatelju omogoča, da ima raznovrsten portfelj, ne da bi mu bilo treba osebno kupiti ogromno število posameznih delnic ali drugih finančnih instrumentov (Kahn & Baum, 2020), saj so v portfeljih vzajemnih skladov na enem mestu že izbrane delnice različnih podjetij (Tyson, 2021).

## **2.2 Obveznice**

Obveznice so vrednostni papirji, prodani s strani vlade ali podjetij z namenom, da svojim investitorjem sredstva, ki so jih vložili danes, povrnejo z obljubljenimi plačili v prihodnosti (Berk & DeMarzo, 2017). Z nakupom obveznice prevzame investitor delež dolga izbrane države ali podjetja (Tycho Press, 2013). Najbolj poznane obveznice na trgu so kuponske in brezcuponske ter državne obveznice (Berk & DeMarzo, 2017). Tycho Press (2013) navaja še druge oblike obveznic, kot so agencijske, občinske, z visokim donosom, zamenljive (za delnice) in s spremenljivo obrestno mero. Za obveznice velja, da običajno svojim imetnikom večkrat na leto izplačajo obresti prek kuponov, da so v primerjavi z delnicami manj tvegane in da se včasih imenujejo tudi naložbe s stalnim donosom (Kahn & Baum, 2020). Na trgu obstajajo tudi brezcuponske obveznice, ki ne izplačujejo kuponov (Kahn & Baum, 2020);



edino izplačilo, ki ga pri omenjeni obliki prejme investitor, je nominalna vrednost obveznice ob datumu dospelja (Berk & DeMarzo, 2017).

Pogoji posamezne obveznice so navedeni v potrdilu o obveznici, kjer so navedeni tudi zneski in datumi vseh izplačil kuponov, ki bodo izvedeni vse do datuma dospelja obveznice. Kuponi predstavljajo obljubljeni izplačilo obresti obveznice in z vsakim izplačanim kuponom se vrednost oziroma cena obveznice zmanjša. Vrednost posameznega kupona je določena na podlagi kuponske obrestne mere obveznice, ki je zapisana na njenem potrdilu in je določena s strani izdajatelja (Berk & DeMarzo, 2017).

V splošnem se cene obveznic skozi čas spreminjajo, ko se spreminjajo obrestne mere, saj te predstavljajo osnovo pri njihovem diskontiranju. Dolgoročne obveznice, na primer dolgoročne brezkuponske obveznice in obveznice z nizko kuponsko obrestno mero, so bolj odvisne od sprememb obrestnih mer kot pa kratkoročne obveznice z visoko kuponsko obrestno mero (Berk & DeMarzo, 2017).

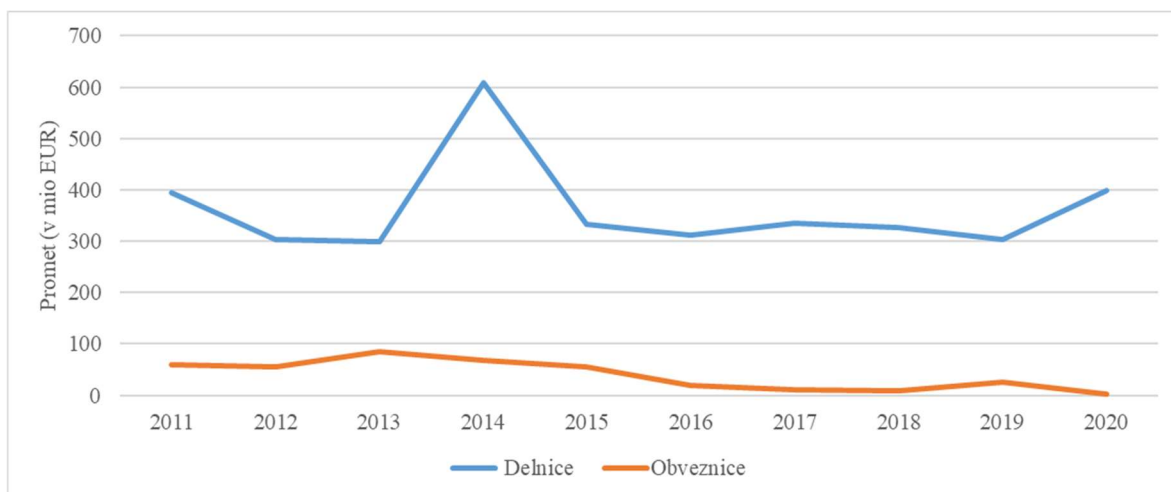
V primeru stečaja podjetja so imetniki obveznic prvi poplačani (Kahn & Baum, 2020), razen v primeru, ko izdajatelj ne more poravnati izplačil in ostanejo vsi investitorji brez plačila (Tycho Press, 2013). V omenjenem primeru predstavlja tveganje neplačila kreditno tveganje obveznice, ki pomeni, da denarni tokovi omenjenega instrumenta niso znani z gotovostjo (Berk & DeMarzo, 2017). Bonitetne agencije, kot so Standard & Poor's, Moody's in Fitch Ratings, glede na kreditno sposobnost podjetij in držav, ki izdajajo obveznice, določijo oceno, ki odraža njihovo mnenje o verjetnosti neplačila izdajatelja (Tycho Press, 2013).

Obveznice omogočajo investitorjem bolj stabilen prihodek in večjo varnost, saj se cene obveznic ne spreminjajo tako pogosto in močno kot pri delnicah. Cene obveznic se pogosto gibljejo v nasprotni smeri kot delnice (Tycho Press, 2013), kar je razvidno iz slike 1.

Na sliki 1 so prikazani podatki o gibanju prometa obveznic in delnic na Ljubljanski borzi v obdobju 2011–2020. Nasprotno gibanje prometa med delnicami in obveznicami je bilo zabeleženo v letih 2013, 2014, 2017, 2019 in 2020. Iz slike je tudi razvidno, da je bilo v analiziranem obdobju pri obveznicah, vrednostno gledano, bistveno manj prometa kot pri delnicah.

Težave s trgovanjem predstavljajo eno izmed slabosti investiranja v obveznice, saj investitorji ne morejo samostojno preveriti cene obveznice na spletu, na primer na spletni strani Yahoo! Finance, temveč morajo neposredno kontaktirati banko ali posrednika. Pod slabosti se lahko uvrstijo še nizki donosi (Tycho Press, 2013).

Slika 1: Gibanje prometa obveznic in delnic na Ljubljanski borzi, 2011–2020 (v mio. EUR)



Vir: Ljubljanska borza (brez datuma).

### 3 VZAJEMNI SKLADI

V tem poglavju bom na začetku predstavila splošne značilnosti vzajemnih skladov, nato ključne pojme s področja vzajemnih skladov, izbrane slovenske ponudnike vzajemnih skladov in izbrane podsklade. Podrobneje bom predstavila tiste delniške in obvezniške podsklade, ki so si po obsegu naložbenega portfelja med različnimi ponudniki najbolj podobni. Med delniškimi podskladi bom predstavila tiste, ki se navezujejo na tehnologijo, zdravje in farmacijo, na razvite trge, na energetiko oziroma naravne vire ter na ZDA. Kot obvezniške podsklade pa bom predstavila tiste, ki se navezujejo na obveznice držav in podjetij.

Število akterjev na slovenskem trgu vzajemnih skladov se je v analiziranem obdobju 2011–2020 spreminjalo. Na trgu je bilo leta 2011 prisotnih največ različnih ponudnikov vzajemnih skladov, in sicer 11, nato pa je število ponudnikov skozi leta nihalo in zaradi združevanj vzajemnih skladov različnih ponudnikov skozi leta postopno padalo. V letu 2020 je bilo na trgu prisotnih zgolj 5 različnih ponudnikov skladov. V primerjavo sem zajela podsklade slovenskih ponudnikov, ki so v vsakem letu analiziranega obdobja predstavljali večinski delež celotnega trga ponudnikov vzajemnih skladov, to so NLB Skladi, d. o. o., Triglav Skladi, d. o. o., Generali Investments, d. o. o., in Sava Infond, d. o. o. (ATVP, 2013; ATVP 2015; ATVP, 2017; ATVP, 2019; ATVP, 2021).

#### 3.1 Lastnosti vzajemnih skladov

Vzajemne sklade 5. člen Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-3 (Ur. l. RS, št. 31/2015, 81/2015, 77/2016, 77/2018, 161/2021 in 101/22 – ZOAIS) uvršča med kolektivne naložbene podjeme za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje (v

nadaljevanju KNPVP). Za KNPVP po ZISDU-3 (6. člen) velja, da spadajo med odprte investicijske sklade, za katere je značilno, da javno zbirajo premoženje. H KNPVP se po ZISDU-3 (8. člen) poleg vzajemnih skladov uvrščajo še krovni skladi.

Kahn in Baum (2020) vzajemne sklade opisujeta kot podjetja, ki združujejo sredstva številnih vlagateljev, s katerimi se kupi veliko število finančnih instrumentov, da se lahko sestavi sklad. Vzajemni skladi tako predstavljajo zbirko vrednostnih papirjev, kot so delnice in obveznice. ATVP (brez datuma d) med vzajemne sklade uvršča delniške, mešane, obvezniške, druge in vzajemne sklade denarnega trga. V obdobju 2011–2020 je bil večji delež sredstev slovenskih vzajemnih skladov usmerjen v delniške sklade (59–67 %); v mešane sklade je bilo namenjenih 25–31 %, v obvezniške zgolj 4–8 %, v sklade denarnega trga 1–4 % in v druge sklade 0–2 % (ATVP, 2013; ATVP, 2017; ATVP, 2021).

Vzajemni skladi ponujajo investitorjem možnost razpršenosti naložbenega portfelja (Klapper, Sulla & Vittas, 2004), s čimer posamezniki zmanjšajo tveganje, ki lahko izhaja iz naložbe v posamezne delnice in obveznice (Gonovski, 2017). Skladi investirajo v množico različnih vrednostnih papirjev in prejmejo popust zaradi nakupa velikega obsega vrednostnih papirjev, s čimer omogočajo vlagateljem nižje transakcijske stroške (Deepak, 2014). Sklade upravljajo pooblaščenim upravljavcem skladov, ki redno izvajajo raziskave in imajo običajno boljše sposobnosti upravljanja kot posamezni vlagatelji (Gonovski, 2017). Med prednosti se uvršča tudi likvidnost skladov, saj ti zaradi možnosti enostavnega in hitrega unovčenja spadajo med bolj likvidna sredstva (Deepak, 2014). Slabost investiranja v vzajemne sklade za vlagatelje predstavlja plačilo provizije za upravljanje naložb, ne glede na uspešnost sklada (Deepak, 2014). Med slabosti se uvršča tudi negotovost investitorjev, saj ti ne vedo točno, kaj so kupili, in se posledično v celoti zanašajo na strokovno znanje upravljavcev (Gonovski, 2017). Vzajemni skladi v primerjavi z neposrednimi naložbami na kapitalskem trgu v povprečju prinašajo tudi nižje donose (Deepak, 2014).

Eksplzivna rast investicij v vzajemne sklade (obvezniške in delniške) se je začela že leta 1990 in je bila vidna predvsem v ZDA. Delniški skladi so v takratnem času prevladovali v anglosaških državah, obvezniški pa v kontinentalni Evropi. Dva izmed pomembnih razlogov za povečan razvoj vzajemnih skladov sta predstavljala razvoj kapitalskega trga in višje investiranje gospodinjstev v sklade (Klapper, Sulla & Vittas, 2004). Do slednjega je prišlo zaradi vsakoletnega povečevanja dohodka gospodinjstev (Investment Company Institute, 2002) ter želje po investiranju v varne in likvidne finančne instrumente (Klapper, Sulla & Vittas, 2004).

Trend rasti števila vlagateljev v vzajemne sklade je prav tako mogoče opaziti pri ponudnikih vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 2011–2020. Skupno število vlagateljev v vse oblike vzajemnih skladov se je v obdobju 10 let (2011–2020) povečalo za 4,22 %, v obdobju 5 let (2016–2020) pa za 8,00 %. Celotno število vlagateljev je v letu 2020 znašalo 5,5 milijona, v letu 2011 pa 5,3 milijona (ATVP, brez datuma a). Kljub manjšinskemu deležu celotnih investiranih sredstev v obvezniške sklade je k takšni rasti vlagateljev (10-letni) največ

pripomogla prav rast števila vlagateljev v obvezniških skladih. V obdobju 10 let je namreč v teh skladih bila zabeležena 130,91-odstotna rast, v obdobju 5 let pa kar 41,50-odstotna rast. Leta 2020 je bilo v obvezniške sklade vpisanih 176.299 vlagateljev, leta 2011 pa le 76.351 (ATVP, brez datuma b). Poleg obvezniških skladov so k skupnemu povečanju števila vlagateljev prav tako pripomogle letne rasti vpisanih vlagateljev v preostale oblike skladov. V obdobju 10 let delniški skladi niso veliko pripomogli k skupni rasti vlagateljev, saj so beležili padec števila vlagateljev v višini 2,11 %; v obdobju 5 let pa je pri številu vlagateljev že bila zabeležena rast v višini 14,44 %. Leta 2020 je bilo v delniških skladih vpisanih za kar 3,8 milijona vlagateljev, leta 2011 pa 3,9 milijona (ATVP, brez datuma c).

Rast vrednosti vzajemnih skladov je osnovana na razmerju ponudbe in povpraševanja, tako kot to velja tudi za druge sektorje gospodarstva. Na globalno rast vzajemnih skladov so v preteklosti vplivali različni dejavniki, kot so naraščajoča globalizacija finančnih sredstev, večja prisotnost velikih multinacionalnih finančnih podjetij v velikem številu držav, močna zmogljivost delniških in obvezniških trgov, demografsko staranje prebivalstva, zanimanje javnosti za vzajemne sklade, inflacija, obrestne mere, spreminjanje tolerance vlagateljev do tveganja ter prepoznavnost delovanja delniškega trga. K tako visoki globalni rasti vzajemnih skladov je veliko prispevalo tudi obdobje visoke rasti tržnih kapitalizacij po svetu, ki so delno spodbudile razcvet tehnologije in interneta (Klapper, Sulla & Vittas, 2004).

V prihodnosti bodo na rast sredstev vzajemnih skladov prav tako vplivali dejavniki, ki so na rast vplivali že v preteklosti: višina dohodka in bogastvo prebivalcev določene države, davčne politike (davčne olajšave) in finančni predpisi ter finančni instrumenti, ki predstavljajo substitute vzajemnim skladov (delnice, obveznice, investicije v nepremičnine, digitalne valute, pogodbeno varčevanje). Pomembno vlogo pri rasti sredstev vzajemnih skladov bo predvsem imelo zaupanje vlagateljev v celovitost trga vrednostnih papirjev, likvidnost in njegovo učinkovitost (Klapper, Sulla & Vittas, 2004). Po Jagriču, Kolanoviću, Podobniku in Strašku (2005) naj bi se med ključne dejavnike prihodnjega razvoja industrije vzajemnih skladov uvrstili spreminjanje varčevalnih navad prebivalcev in nove priložnosti, ki jih prinese vključevanje slovenskih finančnih trgov v svetovne finančne trge. Klapper, Sulla in Vittas (2004) menijo, da bi bilo treba vlaganje v vzajemne sklade smatrati kot luksuzno dobrotno s pozitivno dohodkovno elastičnostjo povpraševanja, tako kot na primer nakup življenjskega zavarovanja in varčevanja za pokojnino.

### 3.2 Osnovni pojmi

**Krovni sklad** predstavlja vzajemni sklad, ki je sestavljen iz večjega števila podskladov (dveh ali več) (9. člen ZISDU-3). **Vzajemni sklad** po ZISDU-3 (221. člen) ni niti pravna niti fizična oseba, saj je njegovo premoženje v lasti investitorjev. Vzajemni sklad predstavlja premoženje, ki je od premoženja družbe za upravljanje ločeno. **Družba za upravljanje** predstavlja pravno osebo, ki ima sedež v Republiki Sloveniji in je pridobila s strani ATVP dovoljenja za opravljanje storitev upravljanja KNPVP (13. člen ZISDU-3). Družba za

upravljanje lahko s pisno izjavo pooblasti drugo osebo, da bo za njen račun in v njenem imenu opravljala določene storitve oziroma posle, ki po ZISDU-3 spadajo pod storitve upravljanja vzajemnih skladov (122. člen ZISDU-3).

Premoženje posameznega vzajemnega sklada je tako zaupano v skrbništvo/hrambo oziroma nadzor tistemu **skrbniku**, ki lahko opravlja skrbniške storitve (16. člen ZISDU-3). Slednje lahko opravlja zgolj tista banka, ki je s strani Banke Slovenije pridobila dovoljenje za upravljanje navedenih storitev, ali pa tista banka iz države članice, ki ima podružnico v Republiki Sloveniji in ima dovoljenje pristojnega organa izbrane države članice (166. člen ZISDU-3). Za upravljanje premoženja je lahko zadolžen le en skrbnik, ki je po ZISDU-3 (168. člen) upravičen do **skrbniške provizije**, ki pa predstavlja odstotek povprečne letne čiste vrednosti sredstev izbranega vzajemnega sklada.

**Čisto vrednost sredstev** (v nadaljevanju ČVS) izbranega vzajemnega sklada izračuna družba za upravljanje tako, da od vrednosti sredstev podsklada odšteje vrednost vseh obveznosti izbranega podsklada (2. člen Sklepa o izračunu čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada; Ur. l. RS, št. 11/16).

Celotno premoženje podsklada je razdeljeno na enake **vrednosti enote premoženja** (v nadaljevanju VEP) (223. člen ZISDU-3). Pri tem je vrednost omenjenih enot predstavljena kot količnik med ČVS izbranega vzajemnega sklada in količino enot premoženja podsklada v obtoku (224. člen ZISDU-3).

**Sintetični kazalnik tveganja in donosa** (angl. synthetic risk and reward indicator) prikazuje razmerje med potencialnim donosom in tveganjem izbranega vzajemnega sklada (Priloga 1 k Uredbi Komisije (Evropske unije (v nadaljevanju EU)) št. 583/2010 z dne 1. julija 2010 o izvajanju Direktive 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi s ključnimi podatki za vlagatelje in pogoji, ki jih je treba izpolniti pri posredovanju ključnih podatkov za vlagatelje ali prospekta na trajnem nosilcu podatkov, ki ni papir, ali na spletni strani; Ur. l. EU, L 176). Stopnje kazalnika so izračunane glede na pretekla nihanja donosov vzajemnega sklada (Generali Investments, 2021a). Volatilnost donosov vzajemnega sklada se izračuna s pomočjo standardnega odklona, ki prikazuje razpršenost enot okoli povprečja in ponazarja, da večja kot je vrednost odklona, večje je tveganje sklada (Peterlin, 2005). Kazalnik se giblje med vrednostjo 1 in 7, pri čemer vrednost 1 pomeni nizke donose vzajemnega sklada in nizko stopnjo tveganja, vrednost 7 pa visoke donose in visoko stopnjo tveganja. V nadaljevanju so v oklepajih pri posamezni stopnji kazalnika prikazane vrednosti gibanja standardnega odklona donosov (v letu 2010): 1 (enako/nad 0 do pod 0,5 %), 2 (enako/nad 0,5 do pod 2 %), 3 (enako/nad 2 do pod 5 %), 4 (enako/nad 5 do pod 10 %), 5 (enako/nad 10 do pod 15 %), 6 (enako/nad 15 do pod 25 %) in 7 (nad 25 %) (Committee of European Securities Regulators, 2010).

Družba za upravljanje je za izvajanje storitev upravljanja vzajemnega sklada upravičena do **upravljaljske provizije**. Omenjena provizija predstavlja določen odstotek povprečne letne ČVS izbranega vzajemnega sklada (246. člen ZISDU-3).

Z vplačilom sredstev v vzajemni sklad postane vlagatelj imetnik **investicijskega kupona** izbranega podsklada (221. člen ZISDU-3). Ta kupon predstavlja vrednostni papir, ki ga izda družba za upravljanje in se navezuje na točno določeno število enot premoženja izbranega vzajemnega sklada. Vrednost kupona predstavlja zmnožek števila enot premoženja, ki jih ima v izbranem trenutku vlagatelj, z vrednostjo ene enote premoženja podsklada (227. in 228. člen ZISDU-3).

**Pristopna izjava** predstavlja obrazec, s pomočjo katerega lahko investitor vplača nakupno vrednost investicijskih kuponov in pristopi k pravilom, povezanim z upravljanjem vzajemnega sklada (231. člen ZISDU-3). Vlagatelj lahko kadarkoli pisno zahteva od družbe za upravljanje izplačilo odkupne vrednosti investicijskega kupona s pomočjo **zahteve za izplačilo sredstev** (234. člen ZISDU-3).

Vlagatelj mora ob pristopu k investiranju premoženja v vzajemni sklad plačati **vstopne stroške**, ki so obračunani kot odstotek vrednosti investicijskega kupona. Ob prenehanju investiranja v izbrani podsklad mora vlagatelj poravnati **izstopne stroške** (245. člen ZISDU-3).

**Celotni stroški poslovanja podsklada** (v nadaljevanju CSP) predstavljajo stroške, ki jih je bil izbrani podsklad deležen v preteklem poslovnem letu. Ti stroški so podani v obliki odstotka povprečne letne ČVS (249. člen ZISDU-3).

**Delniški skladi** predstavljajo tiste investicijske sklade, ki imajo vsaj 85 % vseh sredstev investiranih le v delnicah ali v enotah delniških ciljnih skladov (21. člen Sklepa o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov; Ur. l. RS, št. 100/15, 16/17, 80/19 in 44/23).

**Obvezniški skladi** predstavljajo investicijske sklade, ki imajo vsaj 80 % vseh sredstev investiranih zgolj v obveznicah ali v drugih oblikah lastninjenega dolga (vrednostni papirji s fiksno donosnostjo (brez obveznic), enote obvezniških ciljnih skladov) (23. člen Sklepa o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov)

**Skladi denarnega trga** omogočajo gospodarskim družbam, vladam in finančnim institucijam kratkoročno financiranje. Ti skladi vsebujejo kratkoročne instrumente, ki omogočajo razpršenost, stabilno vrednost vložene glavnice in visoko stopnjo likvidnosti (Uredba (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o skladih denarnega trga, Ur. l. EU, L 169/8).

Za **sklad ciljnega datuma**, ki predstavlja investicijski sklad, je značilno, da se njegova struktura naložb spreminja s približevanjem ciljnemu datumu (Priloga 3 k Sklepu o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov)

**Mešani skladi** predstavljajo investicijske sklade, ki svoja sredstva investirajo v dolžniške in lastniške vrednostne papirje, v enote skladov ciljnega datuma in v instrumente denarnega trga (26. člen Sklepa o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov).

**Uravnoreženi sklad** predstavlja eno izmed vrst mešanega sklada. Za uravnorežene sklade je značilno, da imajo v enotah ciljnih skladov in v lastniških vrednostnih papirjih investiranih med 35 in 65 % vseh sredstev (27. člen Sklepa o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov).

### 3.3 Ponudniki vzajemnih skladov na slovenskem trgu

Na podlagi podatkov o družbah (Dun & Bradstreet d.o.o., brez datuma a; Dun & Bradstreet d.o.o., brez datuma b; Sava Infond, brez datuma; Generali Investments, brez datuma a) sem ugotovila, da je vsem izbranim ponudnikom skupna osnovna dejavnost, to je upravljanje finančnih skladov, ki se na seznamu klasifikacij dejavnosti uvršča pod šifro 66.300 (Ministrstvo za digitalno preobrazbo Republike Slovenije, brez datuma).

Družba **NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.**, je bila ustanovljena leta 2002, s poslovanjem pa je začela leta 2004. Lastnik družbe je Nova Ljubljanska banka, d. d. (v nadaljevanju NLB, d. d.), ki ima 100-odstotni lastniški delež; slednje tudi pomeni, da je NLB, d. d., skrbnik premoženja (NLB Skladi, 2021c; NLB Skladi, brez datuma). NLB Skladi upravljajo 20 podskladov, od tega 15 delniških, 2 mešana uravnorežena, 2 obvezniška in 1 mešani podsklad (NLB Skladi, 2021a).

Družba **Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.**, je na slovenskem trgu prisotna že od leta 1994 (Triglav Skladi, brez datuma). Družba ima v upravljanju 18 podskladov, od tega 12 delniških, 2 obvezniška, 1 denarnega in 3 mešane podsklade (Triglav Skladi, 2021b). Pri družbi za upravljanje Triglav Skladi je skrbnik premoženja vzajemnih skladov banka Nova KBM, d. d. (AJ PES, brez datuma a).

Družba **Generali Investments, d. o. o.**, je bila ustanovljena leta 1994 pod imenom Kmečka družba, d. d. (v nadaljevanju KD); tekom poslovnih obdobij se je večkrat preimenovala, leta 2019 pa vstopila pod okrilje Skupine Generali. KD Krovni skladi so se leta 2019 znotraj Skupine Generali preimenovali v Generali Krovni sklad, KD Skladi pa v Generali Investments. Družba ima skupno v upravljanju 16 podskladov, od tega 12 delniških, 2 obvezniška, 1 denarnega in 1 mešani podsklad (Generali Krovni sklad, 2021). Vzajemni sklad Galileo, ki ga družba vodi skupaj s preostalimi skladi, predstavlja prvi slovenski vzajemni sklad, ki deluje že od leta 1992 (Generali Investments, brez datuma a). Pri družbi

za upravljanje Generali Investments, d. o. o., predstavlja skrbnika premoženja vzajemnih skladov banka Nova KBM, d. d. (AJPES, brez datuma b).

Družba **Sava Infond, družba za upravljanje, d. o. o.**, je začela s poslovanjem leta 1993. Omenjena družba skupno vodi 22 podskladov, od tega 16 delniških, 2 obvezniška, 3 mešane, in 1 podsklad ciljnega datuma (Sava Infond, 2021a). Pri družbi Sava Infond, družbi za upravljanje, d. o. o., je skrbnik premoženja vzajemnih skladov banka Intesa Sanpaolo, d. d. (AJPES, brez datuma c)

Po podatkih ATVP (2021) je v letu 2020 s 34,87-odstotnim tržnim deležem imela najvišjo ČVS družba za upravljanje NLB Skladi, d. o. o. Nato ji je z 32,86-odstotnim tržnim deležem sledila družba za upravljanje Triglav Skladi, d. o. o., z 18,05-odstotnim tržnim deležem družba za upravljanje Generali Investment, d. o. o., in z 12,68-odstotnim tržnim deležem družba za upravljanje Sava Infond, d. o. o. V letu 2019 je bilo rangiranje družb za upravljanje glede na tržni delež ČVS enako kot v letu 2020.

### **3.4 Delniški vzajemni skladi**

Za izbrane ponudnike skladov znotraj segmenta delniški vzajemni skladi je značilno, da njihovim vlagateljem omogočajo izplačilo enot premoženja oziroma investicijskih kuponov vsak delovni dan in da ne izplačujejo dividend, saj celoten prihodek, ki bi bil namenjen izplačilu dividend, uporabijo za reinvestiranje. Skupno jim je tudi aktivno upravljanje premoženja. Izbrani podskladi so predvsem namenjeni tistim investitorjem, ki imajo namen investirati svoje premoženje na daljši rok (vsaj za obdobje petih let) (Generali Investments, 2021a; Generali Investments, 2021b; Generali Investments, 2021c; Generali Investments, 2021d; Generali Investments, 2021e; Generali Investments, 2021f; Generali Krovni sklad, 2021; NLB Skladi, 2021a; NLB Skladi, 2021b; NLB Skladi, 2021d; NLB Skladi, 2021e; NLB Skladi, 2021f; NLB Skladi, 2021g; Sava Infond, 2021a; Sava Infond, 2021c; Sava Infond, 2021d; Sava Infond, 2021f; Sava Infond, 2021g; Sava Infond, 2021h; Triglav Skladi, 2019b; Triglav Skladi, 2021b; Triglav Skladi, 2021c; Triglav Skladi, 2021d; Triglav Skladi, 2022a; Triglav Skladi, 2022b).

Pred izbiro vzajemnega sklada je pomembno, da se vlagatelj zaveda, kakšne stroške bo moral poravnati, če se odloči vložiti v izbrani sklad oziroma če se odloči izstopiti iz izbranega sklada, in kakšne donose lahko pričakuje od izbranega sklada. Prav zaradi omenjenega bom pri vsaki skupini skladov v tabeli predstavila povzetek podatkov, na katere je treba biti pozoren pri investicijski odločitvi. V nadaljevanju sledi predstavitev skupin delniških vzajemnih skladov, ki so si glede na strukturo naložb in naložbene politike med ponudniki podobni.

Podskladi investirajo sredstva znotraj svoje panoge v različne sektorje izbrane panoge. Podrobne informacije o tem, koliko sredstev znotraj izbranega sektorja namenijo skladi v,



na primer, delnice, druge sklade, obveznice in podobno, niso bile dostopne pri vseh ponudnikih in zato niso bile vključene v predstavitev portfeljev podskladov.

#### 3.4.1 Vzajemni skladi v tehnologiji

Na podlagi pridobljenih informacij o posameznem skladu (Generali Investments, 2021a; Generali Investments, 2021b; Generali Krovni sklad, 2021; NLB Skladi, 2021a; NLB Skladi, 2021b; Sava Infond, 2021a; Sava Infond, 2021c; Triglav Skladi, 2021b; Triglav Skladi, 2022a) lahko sklepamo, da se izbrani podskladi v skupini vzajemnih skladov v tehnologiji osredotočajo predvsem na sektor informacijske tehnologije. Delniški skladi iz sektorja informacijske tehnologije morajo imeti namreč vsaj 80 % sredstev investiranih v delnice izdajateljev sektorja informacijske tehnologije (Priloga 3 k Sklepu o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov).

**Podsklad NLB Visoka tehnologija** je bil ustanovljen leta 2005 (NLB Skladi, 2021b). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 97,57 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Samsung Electronics Co. Ltd., Infineon Technologies AG, Taiwan Semiconductor, Apple Inc. in SAP SE (NLB Skladi, 2021a).

**Podsklad Triglav Tehnologija** je začel s poslovanjem leta 2020 (Triglav Skladi, 2022a). Ta podsklad je imel v prvem letu poslovanja (natančneje v 7 mesecih) v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 98,68 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Apple Inc., Microsoft Corp., Alphabet Inc., Amazon.com Inc. in Facebook Inc. (Triglav Skladi, 2021b).

**Podsklad Generali Tehnologija** je bil ustanovljen leta 2006 (Generali Investments, 2021b). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 88,62 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Apple Inc., Microsoft Corp., Alphabet Inc., Facebook Inc. in The Walt Disney Co. (Generali Krovni sklad, 2021).

**Podsklad Infond Tehnologija** (do leta 2021 imenovan Infond Technology) posluje od leta 2007 (Sava Infond, 2021c; Sava Infond, 2021e). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 93,48 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Apple Inc., Microsoft Corp., Salesforce.com Inc., Servicenow Inc. in Adobe Inc. (Sava Infond, 2021a).

V tabeli 1 so predstavljeni osnovni podatki posameznega sklada iz skupine vzajemnih skladov v tehnologiji. Kazalnik tveganja in donosa je pri vseh štirih podskladih v tabeli 1 enak in znaša 6. Izmed izbranih skladov ima najvišjo vrednost ČVS sklad NLB Visoka

tehnologija (115 mio. EUR), najnižjo vrednost pa sklad Triglav Tehnologija (25 mio. EUR). Vrednosti enote premoženja so se gibale med 11,43 EUR (Triglav Tehnologija) in 81,24 EUR (Infond Tehnologija). Enoletni donos je bil najvišji pri skladu Infond Tehnologija (34,41 %) in najnižji pri skladu NLB Visoka tehnologija (20,35 %). Najvišji povprečni letni donos v analiziranem obdobju je imel sklad Infond Tehnologija (obdobje 2011–2020; 18,03 %), najnižjega pa sklad NLB Visoka tehnologija (obdobje 2011–2020; 13,75 %). Vstopni stroški so pri izbranih skladih enaki (3,00 %), izstopni stroški pa se med skladi razlikujejo in znašajo med 0 % (Infond Tehnologija) in 2,50 % (Generali Tehnologija). Najnižjo upravljavsko provizijo ima sklad Generali Tehnologija (1,89 %), najvišjo pa sklad Triglav Tehnologija (2,50 %). Celotni stroški poslovanja se gibljejo med 1,98 % (Generali Tehnologija) in 2,75 % (Triglav Tehnologija) (2,75 %).

*Tabela 1: Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov v tehnologiji*

	NLB Visoka tehnologija	Triglav Tehnologija	Generali Tehnologija	Infond Tehnologija
Kazalnik tveganja in donosa	6	6	6	6
Donos 2020/2019 (v %)	20,35	/*	24,21	34,41
Povprečni letni donos (v %) (obdobje 2011–2020)	13,75	/*	14,84	18,03
ČVS** 31. 12. 2020 (v EUR)	114.700.813	25.415.840	55.741.003	69.829.257
Število izdanih enot premoženja	7.342.963	2.223.325	2.766.219	859.582
VEP*** 31. 12. 2020 (v EUR)	15,62	11,43	20,15	81,24
Vstopni stroški (max, v %)	3,00	3,00	3,00	3,00
Izstopni stroški (max, v %)	1,00	2,00	2,50	0,00
Upravljavska provizija (v %)	2,00	2,50	1,89	2,25
Skrbniška provizija**** (v %)	0,05	0,05	0,05	0,04
CSP***** za 2020 (v %)	2,04	2,75	1,98	2,37

**Legenda:** \* sklad začel poslovati šele leta 2020, \*\* čista vrednost sredstev, \*\*\* vrednost enote premoženja, \*\*\*\* zaokrožena na dve decimalni mesti, \*\*\*\*\* celotni stroški poslovanja.

*Vir: Generali Investments (2021a), Generali Krovni sklad (2021), NLB Skladi (2021a), NLB Skladi (2021b), NLB Skladi (2021c), Sava Infond (2021a), Triglav Skladi (2021b), Triglav Skladi (2022a).*

### 3.4.2 Vzajemni skladi v zdravstvu, farmaciji

Na podlagi pridobljenih informacij o posameznem podskladu (Generali Investments, 2021c; NLB Skladi, 2021d; Sava Infond, 2021d; Triglav Skladi, 2022b) lahko sklepamo, da se izbrani skladi v skupini vzajemnih skladov za zdravje in farmacijo osredotočajo na sektor zdravstva in farmacije. Delniški skladi iz sektorja zdravstva morajo imeti namreč vsaj 80 % sredstev investiranih v delnice izdajateljev tega sektorja (Priloga 3 k Sklepu o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov).

**Podsklad NLB Farmacija in zdravstvo** posluje od leta 2005 (NLB Skladi, 2021d). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 95,97 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Abbott Laboratories, Medtronic Plc., Hoya Corp., Alibaba Health Information Technology Ltd. in Danaher Corp. (NLB Skladi, 2021a).

**Podsklad Triglav Zdravje in farmacija** posluje od leta 2011 (Triglav Skladi, 2022b). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 94,68 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Johnson & Johnson, Unitedhealth Group Inc., Abbott Laboratories, Thermo Fisher Scientific Inc. in Hoya Corp. (Triglav Skladi, 2021b).

**Podsklad Generali Vitalnost** posluje od leta 2006 (Generali Investments, 2021c). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 88,45 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Amazon.com Inc., The Coca-cola Co., Jd.com Inc., Pfizer Inc. in Johnson & Johnson (Generali Krovni sklad, 2021).

**Podsklad Infond Zdravstvo** (do oktobra 2021 imenovan Infond Life; Sava Infond, 2021e) je bil ustanovljen leta 2007 (Sava Infond, 2021d). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 96,14 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Johnson & Johnson, Unitedhealth Group Inc., Roche Holding AG, Merck & Co. Inc. in Medtronic Plc. (Sava Infond, 2021a).

V tabeli 2 so predstavljeni osnovni podatki posameznega sklada iz skupine vzajemnih skladov v zdravstvu, farmaciji. Kazalnik tveganja in donosa je med skladi različen, in sicer znaša med 5 (NLB Farmacija in zdravstvo, Generali Vitalnost) in 6 (bolj tvegani skladi – Triglav Zdravje in farmacija, Infond Zdravstvo). Izmed vzajemnih skladov, navedenih v tabeli 2, ima najvišjo vrednost ČVS sklad NLB Farmacija in zdravstvo (107 mio. EUR), najnižjo vrednost pa sklad Infond Zdravstvo (25 mio. EUR). Vrednosti enote premoženja so se gibale med 2,69 EUR (Generali Vitalnost) in 35,05 EUR (Infond Zdravstvo). Enoletni donos je bil najvišji pri NLB Farmacija in zdravstvo (3,21 %) in najnižji pri Infond zdravstvo (-2,85 %). Najvišji povprečni letni donos v analiziranem obdobju je v tabeli 2 imel sklad Triglav Zdravje in farmacija (obdobje 2011–2020; 11,36 %), najnižjega pa sklad Generali Vitalnost (obdobje 2011–2020; 9,15 %). Vstopni stroški so pri izbranih skladih enaki (3,00 %), izstopni stroški pa se med skladi razlikujejo in znašajo med 0 % (Infond Zdravstvo) in 2,50 % (Generali Vitalnost). Najnižjo upravljavsko provizijo ima sklad NLB Farmacija in zdravstvo (1,75 %), najvišjo pa sklad Triglav Zdravje in farmacija (2,50 %). Celotni stroški poslovanja se gibljejo med 1,79 % (NLB Farmacija in zdravstvo) in 2,58 % (Triglav Zdravje in farmacija).

Tabela 2: Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov v zdravstvu, farmaciji

	NLB Farmacija in zdravstvo	Triglav Zdravje in farmacija	Generali Vitalnost	Infond Zdravstvo
Kazalnik tveganja in donosa	5	6	5	6
Donos 2020/2019 (v %)	3,21	-0,78	3,19	-2,85
Povprečni letni donos (v %) (obdobje 2011–2020)	10,44	11,36	9,15	10,76
ČVS* 31. 12. 2020 (v EUR)	107.016.986	52.279.634	46.530.517	24.578.985
Število izdanih enot premoženja	10.244.400	1.925.809	17.328.175	701.191
VEP** 31. 12. 2020 (v EUR)	10,45	27,15	2,69	35,05
Vstopni stroški (max, v %)	3,00	3,00	3,00	3,00
Izstopni stroški (max, v %)	1,00	2,00	2,50	0,00
Upravljavska provizija (v %)	1,75	2,50	1,89	2,25
Skrbniška provizija*** (v %)	0,05	0,05	0,05	0,04
CSP**** za 2020 (v %)	1,79	2,58	1,98	2,37

**Legenda:** \* čista vrednost sredstev, \*\* vrednost enote premoženja, \*\*\* zaokroženo na dve decimalni mesti, \*\*\*\* celotni stroški poslovanja.

*Vir: Generali Investments (2021a), Generali Krovni sklad (2021), NLB Skladi (2021a), NLB Skladi (2021c), NLB Skladi (2021d), Sava Infond (2021a), Triglav Skladi (2021b), Triglav Skladi (2022b).*

### 3.4.3 Vzajemni skladi v energetiki

Na podlagi pridobljenih informacij o posameznem podskladu (Generali Investments, 2021d; NLB Skladi, 2021e; Sava Infond, 2021f; Triglav Skladi, 2019b) lahko sklepamo, da se izbrani skladi v skupini vzajemnih skladov v energetiki osredotočajo predvsem na sektor energije in surovin. Delniški skladi iz sektorja energetike in sektorja surovin morajo namreč imeti vsaj 80 % sredstev investiranih v delnice izdajateljev teh dveh sektorjev (Priloga 3 k Sklepu o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov).

**Podsklad NLB Naravni viri** posluje od leta 2005 (NLB Skladi, 2021e). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 96,39 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Vale S.A., Arcelormittal S.A., Anglo American Plc., BHP Group Ltd. in Exxon Mobil Corp. (NLB Skladi, 2021a).

**Podsklad Triglav Naravni viri** je nastal iz združitve podsklada Triglav Surovine in materiali ter Triglav Energija in posluje od leta 2016 (Triglav Skladi, 2018). V letu 2020 se je ta podsklad (poleg podsklada Triglav Nepremičnine, Alta Energy, Alta Infrastructure) pripojil k podskladu Triglav Zeleni (Triglav Skladi, 2021b), ki pa se pretežno osredotoča na podjetja, ki so družbeno odgovorna, in ne pretežno na podjetja iz sektorja energije in surovin. Posledično je bil v analizo zajet zgolj podsklad Triglav Naravni viri in ne tudi podsklad Triglav Zeleni. Podsklad Triglav Naravni viri je imel v letu 2019 v lastniških vrednostnih

papirjih investiranih 97,16 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2019 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Chevron Corp., Shell Plc., TotalEnergies SE, BHP Group Plc. in BP Plc. (Triglav Skladi, 2020).

**Podsklad Generali Surovine in energija** posluje od leta 2006 (Generali Investments, 2021d). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 95,96 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Exxon Mobil Corp., Freeport-McMoran Inc., Chevron Corp., Air Liquide S.A. in BHP Group Ltd. (Generali Krovni sklad, 2021).

**Podsklad Infond Surovine in energija** (do leta 2021 imenovan Infond Energy) posluje od leta 2005 (Sava Infond, 2021e; Sava Infond, 2021f). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 97,42 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Exxon Mobil Corp., TotalEnergies SE, Chevron Corp., Shell Plc. in Neste Oyj (Sava Infond, 2021b).

V tabeli 3 so predstavljeni osnovni podatki posameznega sklada iz skupine vzajemnih skladov v energetiki, pri tem pa je treba poudariti, da so pri podskladu Triglav Naravni viri predstavljeni podatki le za obdobje 2016–2019. Kazalnik tveganja in donosa je med skladi različen, in sicer znaša med 6 (NLB Naravni viri, Triglav Naravni viri, Generali Surovine in energija) in 7 (bolj tvegan sklad – Infond Surovine in energija). Izmed izbranih skladov ima najvišjo vrednost ČVS sklad NLB Naravni viri (8 mio. EUR), najnižjo vrednost pa sklad Infond Surovine in energija (3 mio. EUR). Vrednosti enote premoženja so se gibale med 3,77 EUR (NLB Naravni viri) in 10,45 EUR (Triglav Naravni viri). Enoletni donos je bil najvišji pri NLB Naravni viri (–17,53 %) in najnižji pri Infond Surovine in energija (–32,92 %). Najvišji povprečni letni donos v analiziranem obdobju oziroma donos, ki je bil najbolj oddaljen od vrednosti 0, je imel sklad Triglav Naravni viri (obdobje 2017–2020; –6,32 %), najnižji donos oziroma donos najbližje vrednosti 0 pa sklad Generali Surovine in energija (obdobje 2011–2020; –2,33 %). Vstopni stroški v tabeli 3 so pri ponudnikih skladov NLB, Generali in Infond enaki (3,00 %), pri Triglav Naravni viri pa so višji (4,00 %). Izstopni stroški se prav tako razlikujejo med skladi in znašajo med 0 % (Infond Surovine in energija) in 2,50 % (Generali Surovine in energija). Najnižjo upravljavsko provizijo ima sklad NLB Naravni viri (1,75 %), najvišjo pa sklada Triglav Naravni viri ter Infond Surovine in energija (2,50 %). Celotni stroški poslovanja se gibljejo med 1,81 % (NLB Naravni viri) in 2,65 % (Triglav Naravni viri).

Tabela 3: Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov v energetiki

	NLB Naravni viri	Triglav Naravni viri	Generali Surovine in energija	Infond Surovine in energija
Kazalnik tveganja in donosa	6	6	6	7
Donos 2020/2019 (v %)	-17,53	-21,67	-17,98	-32,92
Povprečni letni donos** (v %) (obdobje 2011–2020)	-3,28	-6,32	-2,33	-5,17
ČVS*** 31. 12. 2020 (v EUR)	8.246.596	3.671.751	6.029.768	3.210.471
Število izdanih enot premoženja	2.184.793	351.514	1.553.146	398.924
VEP**** 31. 12. 2020 (v EUR)	3,77	10,45	3,88	8,05
Vstopni stroški (max, v %)	3,00	4,00	3,00	3,00
Izstopni stroški (max, v %)	1,00	2,00	2,50	0,00
Upravljavska provizija (v %)	1,75	2,50	1,89	2,50
Skrbniška provizija***** (v %)	0,05	0,05	0,05	0,04
CSP***** za 2020 (v %)	1,81	2,65	2,03	2,49

**Legenda:** \* vsi podatki so za obdobje 2016–2019, \*\* razen pri Triglav Naravni viri za obdobje 2016–2019; \*\*\* čista vrednost sredstev, \*\*\*\* vrednost enote premoženja, \*\*\*\*\* zaokroženo na dve decimalni mesti, \*\*\*\*\* celotni stroški poslovanja.

*Vir: Generali Investments (2021a), Generali Krovni sklad (2021), NLB Skladi (2021a), NLB Skladi (2021c), NLB Skladi (2021e), Sava Infond (2021a), Triglav Skladi (2019b), Triglav Skladi (2019c), Triglav Skladi (2020).*

#### 3.4.4 Vzajemni skladi za Združene države Amerike

Na podlagi pridobljenih informacij o posameznem podskladu (Generali Investments, 2021e; NLB Skladi, 2021f; Sava Infond, 2021g; Triglav Skladi, 2021c) lahko sklepamo, da se izbrani skladi v skupini vzajemnih skladov za ZDA osredotočajo na sektor podjetij, ki imajo sedež v ZDA. Delniški skladi, ki se osredotočajo na določeno regijo/podregijo, morajo imeti namreč vsaj 80 % sredstev investiranih v delnice izdajateljev, ki imajo sedež v posamezni regiji oziroma podregiji (Priloga 3 k Sklepu o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov).

**Podsklad NLB ZDA** posluje od leta 2013 (NLB Skladi, 2021f). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 94,74 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Lam Research Corp., Visa Inc., Microsoft Corp., Abbott Laboratories in Alphabet Inc. (NLB Skladi, 2021a).

**Podsklad Triglav Severna Amerika** posluje od leta 2006 (Triglav Skladi, 2021c). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 97,58 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Amazon.com Inc., Apple Inc., Microsoft Corp., Facebook Inc. in Tesla Inc. (Triglav Skladi, 2021b).

**Podsklad Generali Amerika** posluje od leta 2016 (Generali Investments, 2021e). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 88,20 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Apple Inc., Microsoft Corp., Amazon.com Inc., Alphabet Inc. in JPMorgan Chase & Co. (Generali Krovni sklad, 2021).

**Podsklad Infond ZDA** (do leta 2021 imenovan Infond USA) posluje od leta 2007 (Sava Infond, 2021e; Sava Infond, 2021g). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 97,95 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Apple Inc., Microsoft Corp., Amazon.com Inc., Alphabet Inc. in Servicenow Inc. (Sava Infond, 2021a).

V tabeli 4 so predstavljeni osnovni podatki posameznega sklada iz skupine vzajemnih skladov za ZDA. Kazalnik tveganja in donosa je pri vseh štirih skladih enak in znaša 6. Izmed analiziranih skladov ima najvišjo vrednost ČVS sklad Triglav Severna Amerika (42 mio. EUR), najnižjo vrednost pa sklad Infond ZDA (9 mio. EUR). Vrednosti enote premoženja so se gibale med 1,61 EUR (Generali Amerika) in 26,81 EUR (Infond ZDA). Enoletni donos je bil najvišji pri Triglav Severna Amerika (12,03 %) in najnižji pri NLB ZDA (4,62 %). Najvišji povprečni letni donos v analiziranem obdobju je imel sklad Triglav Severna Amerika (obdobje 2011–2020; 10,97 %), najnižjega pa sklad Infond ZDA (obdobje 2011–2020; 9,46 %).

*Tabela 4: Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov za Združene države Amerike*

	<b>NLB ZDA</b>	<b>Triglav Severna Amerika</b>	<b>Generali Amerika</b>	<b>Infond ZDA</b>
Kazalnik tveganja in donosa	6	6	6	6
Donos 2020/2019 (v %)	4,62	12,03	8,09	8,04
Povprečni letni donos* (v %)	10,38	10,97	10,49	9,46
ČVS** 31. 12. 2020 (v EUR)	15.438.293	41.695.624	23.983.208	8.934.101
Število izdanih enot premoženja	1.551.240	4.218.223	14.915.284	333.199
VEP*** 31. 12. 2020 (v EUR)	9,95	9,88	1,61	26,81
Vstopni stroški (max, v %)	3,00	3,00	3,00	3,00
Izstopni stroški (max, v %)	1,00	2,00	0,00	0,00
Upravljalvska provizija (v %)	1,75	2,50	1,70	2,25
Skrbniška provizija**** (v %)	0,05	0,05	0,05	0,04
CSP***** za 2020 (v %)	1,80	2,59	1,81	2,40

**Legenda:** \* Infond in Triglav za obdobje 2011–2020, Generali 2016–2020, NLB 2013–2020; \*\* čista vrednost sredstev, \*\*\* vrednost enote premoženja, \*\*\*\* zaokroženo na dve decimalni mesti, \*\*\*\*\* celotni stroški poslovanja.

*Vir: Generali Investments (2021a), Generali Krovni sklad (2021), NLB Skladi (2021a), NLB Skladi (2021c), NLB Skladi (2021f), Sava Infond (2021a), Triglav Skladi (2021b), Triglav Skladi (2021c).*

Vstopni stroški so pri izbranih skladih v tabeli 4 enaki (3,00 %), izstopni stroški pa se med skladi razlikujejo in znašajo med 0,00 % (Infond ZDA, Generali Amerika) in 2,00 % (Triglav Severna Amerika). Najnižjo upravljavsko provizijo ima sklad Generali Amerika (1,70 %), najvišjo pa sklad Triglav Severna Amerika (2,50 %). Celotni stroški poslovanja se gibljejo med 1,80 % (NLB ZDA) in 2,59 % (Triglav Severna Amerika).

### 3.4.5 Vzajemni skladi na razvitih trgih

Na podlagi pridobljenih informacij o posameznem podskladu (Generali Investments, 2021f; NLB Skladi, 2021g; Sava Infond, 2021h; Triglav Skladi, 2021d) lahko sklepamo, da se izbrani skladi v skupini vzajemnih skladov na razvitih trgih osredotočajo na globalno razvite trge. Delniški globalni skladi razvitih trgov morajo imeti namreč vsaj 80 % sredstev izpostavljenih v globalnih regijah razvitih trgov. To pomeni, da morajo imeti sredstva v delnicah izdajateljev, ki imajo sedež v najmanj dveh podregijah razvitih trgov, pri čemer ni določeno, v točno kateri regiji, podregiji ali državi mora biti sedež (Priloga 3 k Sklepu o ključnih elementih investicijskega sklada ter tipih in vrstah investicijskih skladov).

**Podsklad NLB Svetovni razviti trgi** posluje od leta 2004 (NLB Skladi, 2021g). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 87,90 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: LAM Research Corp., Capgemini SE, Air Products and Chemicals Inc., Accenture Plc. in United Parcel Service Inc. (NLB Skladi, 2021a).

**Podsklad Triglav Svetovni razviti trgi** posluje od leta 2006 (Triglav Skladi, 2021d). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 93,13 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Apple Inc., Microsoft Corp., Amazon.com Inc., Facebook Inc. in Paypal Holdings Inc. (Triglav Skladi, 2021b).

**Podsklad Generali Globalni** (preimenovan iz Generali Dividendni) posluje od leta 2011 in spada med delniške globalne sklade razvitih trgov (Generali Investments, 2021f; Generali Investments, brez datuma b). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 87,70 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: The Coca-Cola Co., Nestlé S.A., Roche Holding AG, Allianz SE in Novartis International AG (Generali Krovni sklad, 2021).

**Podsklad Infond Razviti trgi** (do leta 2021 imenovan Infond Beta) posluje od leta 2004 (Sava Infond, 2021e; Sava Infond, 2021h). Ta podsklad je imel v letu 2020 v lastniških vrednostnih papirjih investiranih 93,33 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstila naslednja podjetja: Microsoft Corp., Apple Inc., Amazon.com Inc., Alphabet Inc. in Salesforce.com Inc. (Sava Infond, 2021a).



V tabeli 5 so predstavljeni osnovni podatki posameznega sklada iz skupine vzajemnih skladov na razvitih trgih. Kazalnik tveganja in donosa je med skladi različen, in sicer znaša med 5 (Generali Globalni) in 6 (bolj tvegani skladi – NLB Svetovni razviti trgi, Triglav Svetovno razviti trgi, Infond Razviti trgi). Izmed izbranih skladov ima najvišjo vrednost ČVS sklad Triglav Svetovno razviti trgi (108 mio. EUR), najnižjo vrednost pa sklad Generali Globalni (20 mio. EUR). Vrednosti enote premoženja so se gibale med 7,76 EUR (Triglav Svetovno razviti trgi) in 13,62 EUR (Infond Razviti trgi). Enoletni donos je bil najvišji pri skladu Infond Razviti trgi (3,99 %) in najnižji pri skladu Generali Globalni (–5,38 %). Najvišji povprečni letni donos v analiziranem obdobju je imel sklad Infond Razviti trgi (obdobje 2011–2020; 8,15 %), najnižjega pa sklad Generali Globalni (obdobje 2011–2020; 3,81 %). Vstopni stroški so pri izbranih skladih enaki (3,00 %), izstopni stroški pa se med skladi razlikujejo in znašajo med 0,00 % (Infond Razviti trgi) in 2,50 % (Generali Globalni). Najnižjo upravljavsko provizijo ima med analiziranimi skladi v tabeli 5 sklad NLB Svetovni razviti trgi (1,75 %), najvišjo pa sklad Triglav Svetovno razviti trgi (2,50 %). Celotni stroški poslovanja se gibljejo med 1,80 % (NLB Svetovni razviti trgi) in 2,57 % (Triglav Svetovno razviti trgi).

*Tabela 5: Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov na razvitih trgih*

	<b>NLB Svetovni razviti trgi</b>	<b>Triglav Svetovno razviti trgi</b>	<b>Generali Globalni</b>	<b>Infond Razviti trgi</b>
Kazalnik tveganja in donosa	6	6	5	6
Donos 2020/2019 (v %)	–1,67	3,78	–5,38	3,99
Povprečni letni donos (v %) (obdobje 2011–2020)	6,53	7,32	3,81	8,15
ČVS* 31. 12. 2020 (v EUR)	88.121.690	107.926.493	19.751.730	44.527.093
Število izdanih enot premoženja	10.010.775	13.907.707	2.181.748	3.270.265
VEP** 31. 12. 2020 (v EUR)	8,80	7,76	9,05	13,62
Vstopni stroški (max, v %)	3,00	3,00	3,00	3,00
Izstopni stroški (max, v %)	1,00	2,00	2,50	0,00
Upravljavska provizija (v %)	1,75	2,50	2,00	2,25
Skrbniška provizija*** (v %)	0,05	0,05	0,05	0,04
CSP**** za 2020 (v %)	1,80	2,57	2,09	2,36

**Legenda:** \* čista vrednost sredstev, \*\* vrednost enote premoženja, \*\*\* zaokroženo na dve decimalni mesti, \*\*\*\* celotni stroški poslovanja.

*Vir: Generali Investments (2021a), Generali Krovni sklad (2021), NLB Skladi (2021a), NLB Skladi (2021c), NLB Skladi (2021g), Sava Infond (2021a), Triglav Skladi (2021b), Triglav Skladi (2021d).*

### 3.5 Obvezniški vzajemni skladi

Za ponudnike izbranih podskladov znotraj segmenta obvezniški vzajemni skladi je tako kot pri delniških skladih značilno, da so njihova sredstva aktivno upravljana, da imajo vlagatelji kadarkoli možnost zahtevati izplačilo investicijskih kuponov in da ne izplačujejo dividend,

saj celoten dobiček ponovno investirajo. Primerno obdobje investiranja v te sklade predstavljajo tri leta ali več (Generali Investments, 2021g; NLB Skladi, 2021h; Sava Infond, 2021i; Triglav Skladi, 2021e).

Kot omenjeno v podpoglavju 3.4, bom tudi v tem poglavju v tabeli predstavila povzetek osnovnih podatkov, na katere mora biti investitor pri investicijski odločitvi pozoren (odstotek upravljalvske provizije, vstopni in izstopni stroški, stopnja donosa in podobno). Tako kot omenjeno v podpoglavju 3.4, tudi pri obvezniških vzajemnih skladih niso bile povsod dostopne informacije o sestavi portfelja glede na vrste naložb znotraj izbranega sektorja.

### 3.5.1 Vzajemni skladi za obveznice držav, podjetij

Na podlagi pridobljenih informacij o posameznem podskladu (Generali Investments, 2021g; NLB Skladi, 2021h; Sava Infond, 2021i; Triglav Skladi, 2021e) lahko sklepamo, da se izbrani skladi v skupini vzajemnih skladov za obveznice držav, podjetij osredotočajo na investicije v podjetniške in državne obveznice. Na podlagi informacij iz javno objavljenih poročil ponudnikov sem tudi ugotovila, da vsi izbrani podskladi investirajo vsaj 70 % sredstev v obveznice, obvezniške investicijske sklade in preostale oblike lastninjenega dolga.

**Podsklad NLB Podjetniške obveznice** posluje od leta 2004 (NLB Skladi, 2021h). Ta podsklad je imel v letu 2020 v dolžniških vrednostnih papirjih investiranih 96,90 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstile naslednje državne oziroma podjetniške obveznice: Shell International Finance BV, Novartis Finance S.A., Unione di Banche Italiane S.p.A., Investor AB in Robert Bosch Investment (NLB Skladi, 2021a).

**Podsklad Triglav Obvezniški** posluje od leta 2004 (Triglav Skladi, 2021e). Ta podsklad je imel v letu 2020 v dolžniških vrednostnih papirjih investiranih 84,70 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstile naslednje državne oziroma podjetniške obveznice: Republika Francija, Republika Italija, Zvezna republika Nemčija, Goldman Sachs Group Inc. in Credite Suisse Group AG (Triglav Skladi, 2021b).

**Podsklad Generali Corporate Bonds** posluje od leta 2017 (Generali Investments, 2021g). Ta podsklad je imel v letu 2020 v dolžniških vrednostnih papirjih investiranih 85,71 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstile naslednje državne oziroma podjetniške obveznice: JPMorgan Chase & Co., OTE Plc., Coöperatieve Rabobank UA, Orlen Capital AB in Wells Fargo & Co. (Generali Krovni sklad, 2021).

**Podsklad Infond Obvezniški** (do leta 2021 imenovan Infond Bond – Euro; Sava Infond, 2021e) posluje od leta 2010 (Sava Infond, 2021i). Ta podsklad je imel v letu 2020 v dolžniških vrednostnih papirjih investiranih 88,06 % vseh sredstev. Na seznam 5 največjih naložb podsklada v poslovnem letu 2020 so se glede na delež v ČVS uvrstile naslednje državne oziroma podjetniške obveznice: Republika Slovenija, Kraljevina Španija, Republika Irska, Helenska republika in Netflix Inc. (Sava Infond, 2021a).

V tabeli 6 so predstavljeni osnovni podatki posameznega sklada iz skupine vzajemnih skladov za obveznice držav, podjetij. Kazalnik tveganja in donosa je med skladi različen, in sicer znaša med 2 (Generali Corporate Bonds) in 3 (NLB Podjetniške obveznice, Triglav Obvezniški, Infond Obvezniški). Izmed izbranih skladov ima najvišjo vrednost ČVS sklad NLB Podjetniške obveznice (91 mio. EUR), najnižjo vrednost pa sklad Generali Corporate Bonds (7 mio. EUR). Vrednosti enote premoženja so se gibale med 1,01 EUR (Generali Corporate Bonds) in 14,01 EUR (Infond Obvezniški). Enoletni donos je bil najvišji pri skladu Infond Obvezniški (2,13 %) in najnižji pri skladu Generali Corporate Bonds (0,14 %). Najvišji povprečni letni donos v analiziranem obdobju je imel sklad NLB Podjetniške obveznice (obdobje 2011–2020; 2,24 %), najnižjega pa sklad Generali Corporate Bonds (obdobje 2017–2020; 0,29 %).

*Tabela 6: Ključni podatki podskladov skupine vzajemnih skladov za obveznice držav, podjetij*

	<b>NLB Podjetniške obveznice</b>	<b>Triglav Obvezniški</b>	<b>Generali Corporate Bonds</b>	<b>Infond Obvezniški</b>
Kazalnik tveganja in donosa	3	3	2	3
Donos 2020/2019 (v %)	1,09	0,99	0,14	2,13
Povprečni letni donos* (v %) (obdobje 2011–2020)	2,24	1,64	0,29	1,14
ČVS** 31. 12. 2020 (v EUR)	91.212.441	52.626.251	6.877.199	16.908.308
Število izdanih enot premoženja	14.261.268	9.319.162	6.829.456	1.206.947
VEP*** 31. 12. 2020 (v EUR)	6,40	5,65	1,01	14,01
Vstopni stroški (max, v %)	1,50	1,50	2,00	1,50
Izstopni stroški (max, v %)	0,50	1,50	0,00	0,00
Upravljalvska provizija (v %)	1,00	1,25	1,00	1,10
Skrbniška provizija**** (v %)	0,05	0,05	0,05	0,04
CSP***** za 2020 (v %)	1,05	1,33	1,10	1,21

**Legenda:** \* razen pri Generali Corporate Bonds za obdobje 2017–2020; \*\* čista vrednost sredstev, \*\*\* vrednost enote premoženja, \*\*\*\* zaokroženo na dve decimalni mesti, \*\*\*\*\* celotni stroški poslovanja.

*Vir: Generali Investments (2021a), Generali Investments (2021g), Generali Krovni Sklad (2021), NLB Skladi (2021a), NLB Skladi (2021c), NLB Skladi (2021h), Sava Infond (2021a), Sava Infond (2021i), Triglav Skladi (2021b), Triglav Skladi (2021e).*

Vstopni stroški v tabeli 6 so pri ponudniku skladov NLB, Triglav in Infond enaki (1,50 %), pri skladu Generali Corporate Bonds pa so višji (2,00 %). Izstopni stroški se prav tako razlikujejo med skladi in znašajo med 0,00 % (Infond Obvezniški, Generali Corporate Bonds) in 1,50 % (Triglav Obvezniški). Najnižjo upravljavsko provizijo imata sklada Generali Corporate Bonds in NLB Podjetniške obveznice (1,00 %), najvišjo pa sklad Triglav Obvezniški (1,25 %). Celotni stroški poslovanja se gibljejo med 1,05 % (NLB Podjetniške obveznice) in 1,33 % (Triglav Obvezniški).

Dogajanja v svetovnem gospodarstvu in na finančnih trgih so imela v analiziranem obdobju 2011–2020 močan vpliv na vzajemne sklade, ki so bili prisotni na slovenskem finančnem trgu. Ko je bilo v obdobju 2011–2020 na finančnem trgu prisotno pozitivno gibanje (rast borznih indeksov, rast globalnega gospodarstva, višja potrošnja gospodinjstev, večji obseg investicij), je bila pri vzajemnih skladih prisotna višja skupna ČVS, kar je bila posledica večjega števila neto vplačil in višjih vrednosti naložb oziroma vrednostnih papirjev, v katere so vzajemni skladi investirali svoja sredstva. Do povečanja neto vplačil je prišlo tudi v času pandemije covid-19, saj so tečaji na svetovnih borzah začeli postopno okrevati. Ob upočasnjevanju gospodarske rasti, upadu cen primarnih surovin, vplivu inflacije, visoki brezposelnosti in podobno pa se je iz vzajemnih skladov povečalo število izplačil oziroma odlivov, kar je posledično vodilo v zmanjšanje števila sredstev, ki so jih imele družbe vzajemnih skladov v upravljanju (ATVP, 2012; ATVP, 2013; ATVP, 2015; ATVP, 2017; ATVP, 2019; ATVP, 2021).

## **4 POSLOVANJE IZBRANIH DELNIŠKIH IN OBVEZNIŠKIH VZAJEMNIH SKLADOV**

To poglavje predstavlja metodologijo in rezultate empirične analize poslovanja izbranih delniških in obvezniških vzajemnih skladov. Predstavitev metodologije vsebuje opis uporabljenih metod raziskave, načine zbiranja podatkov in predstavitev instrumentov uspešnosti poslovanja skladov. V nadaljevanju so predstavljeni tudi rezultati analize uspešnosti poslovanja izbranih vzajemnih skladov in analize tržnih deležev posameznih ponudnikov.

### **4.1 Metodologija raziskovanja**

#### **4.1.1 Analiza uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov**

Pri cilju odgovoriti na prvo raziskovalno vprašanje o rangiranju vzajemnih skladov glede na izbrane kazalce uspešnosti skladov sem potrebovala več različnih meril uspešnosti. Pri izbiri ustreznih kazalnikov sta mi podlago predstavljali raziskava Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005), ki so raziskovali poslovanje slovenskih vzajemnih skladov za obdobje 1997–2002, ter raziskava Podobnika, Balna, Jagriča in Kolanovića (2007), ki so raziskovali

slovenske vzajemne sklade za obdobje 1999–2006. V obeh raziskavah so vzajemne sklade rangirali in ocenjevali glede na naslednja merila uspešnosti: Sharpov in Treynorjev kazalnik, Jensenovo alfo in informacijski kazalnik. V omenjenih raziskavah so za dodatno razumevanje uspešnosti posameznega vzajemnega sklada poleg omenjenih meril uspešnosti izračunali še determinacijski koeficient, kazalnik RAP (angl. risk-adjusted performance, v nadaljevanju kazalnik RAP) in Treynor-Mazuyevo časovno merilo.

Na podlagi vrednosti Sharpovega in Treynorjevega kazalnika so v zgoraj omenjenih raziskavah razvrstili sklade od najboljšega do najslabšega; Jensenovo alfo so uporabili za ugotovitev, kateri vzajemni sklad je bil pri izbiri, v katere vrednostne papirje bo sklad investiral oziroma katere vrednostne papirje bo vključil v portfelj, boljši oziroma slabši v primerjavi s trgom. S pomočjo informacijskega kazalnika so ocenjevali uspešnost upravljanja skladov na daljši rok. S pomočjo determinacijskega koeficienta so ugotovili, v kolikšni meri lahko tržni indeks pojasni donose posameznega vzajemnega sklada. Kazalnik RAP oziroma  $M^2$ , ki predstavlja tveganju prilagojeno merilo uspešnosti in je poimenovan po njegovih avtorjih Francu in Leah Modigliani (Modigliani & Modigliani, 1997), so v raziskavah uporabili za ugotavljanje uspešnosti vzajemnega sklada, kjer je donos sklada prilagojen tveganju. S pomočjo Treynor-Mazuyevega časovnega merila pa so merili sposobnost upravitelja preusmerjati sredstva med bolj tveganimi, vendar donosnimi tržnimi portfelji, in netveganimi sredstvi (na primer zakladne menice). V magistrskem delu sem iz omenjenih raziskav uporabila vsa merila uspešnosti razen zadnjega, Treynor-Mazuyevega časovnega merila, saj je ta vsebinsko manj povezan z ostalimi. To merilo se namreč uporablja za presojanje upravljavčeve sposobnosti tempiranja trga (povečanje/zmanjšanje bete vzajemnega sklada za doseganje višje donosnosti, kot jo dosega primerljivi tržni indeks) (Amenc & Le Sourd, 2003).

Za izračun omenjenih meril uspešnosti sem potrebovala podatke o tržni naložbi oziroma primerjalnem tržnem portfelju in netvegani naložbi. Pri izbiri mere donosnosti tržnega premoženja (angl. market-risk;  $r_m$ ) oziroma primerjalnega tržnega indeksa sem izhajala iz raziskave Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005) ter Podobnika, Balna, Jagriča in Kolanovića (2007), kjer so za mero povprečne stopnje donosa tržnega portfelja v analiziranih obdobjih uporabili indeks SBI20. V magistrskem delu sem uporabila trenutno aktualni slovenski borzni indeks (v nadaljevanju SBITOP).

Indeks SBITOP predstavlja informacijo o gibanju cen najbolj likvidnih delnic in delnic največjih podjetij, prisotnih na Ljubljanski borzi. V ta indeks je vključenih 5–15 rednih delnic, pri tem pa lahko posamezna delnica predstavlja v celotnem indeksu zgolj 30 %. Ob zaključku leta 2021 so indeks sestavljale delnice naslednji družb: Krka, d. d. (29,67 %), Petrol, d. d. (20,92 %), NLB, d. d. (18,05 %), Zavarovalnica Triglav, d. d. (11,01 %), Sava Re, d. d. (7,51 %), Luka Koper, d. d. (4,65 %), Telekom Slovenije, d. d. (4,11 %), Cinkarna Celje, d. d. (3,97 %), in KD-Group, d. d. (0,09 %) (ATVP, 2021).

Donosnost netvegane naložbe (angl. risk-free rate,  $r_f$ ), ki se uporablja za primerjavo, se meri skladno z načinom merjenja denarnih tokov (enaka valuta, obdobje) (Damodaran, 2012). V magistrskem delu sem skladno z Jagričem, Kolanovičem, Podobnikom in Straškom (2005) ter Podobnikom, Balnom, Jagričom in Kolanovičem (2007) za netvegano naložbo izbrala 3-mesečno slovensko zakladno menico.

Za izračun izbranih meril uspešnosti v obdobju 2011–2020 sem potrebovala podatke o povprečnem letnem donosu portfelja posameznega vzajemnega sklada, povprečnem letnem donosu netvegane naložbe, povprečnem letnem donosu tržnega indeksa, standardnem odklonu portfelja posameznega vzajemnega sklada in podatke o beta koeficientu, ki meri tveganje portfelja posameznega vzajemnega sklada glede na tveganje tržnega portfelja. Povprečni letni donos portfelja vzajemnega sklada sem izračunala s pomočjo geometrijske sredine, in sicer tako, da sem iz podatkov o mesečnih VEP vzajemnega sklada izračunala njihove mesečne donose in nato iz pridobljenih donosov izračunala povprečni letni donos v celotnem analiziranem obdobju. Povprečni letni donos izbranega 10-letnega obdobja sem izračunala kot  $N$ -ti koren iz zmnožka mesečnih kumulativnih rasti, pri čemer je  $N$  predstavljal število opazovanih let posameznega vzajemnega sklada,  $r_n$  pa mesečno stopnjo donosa. Enačba (1) za izračun povprečnega letnega donosa 10-letnega obdobja je bila naslednja (Berk in DeMarzo, 2017):

$$\bar{r}_l = \sqrt[N]{(1 + r_1)x(1 + r_2)x \cdots x(1 + r_n)} - 1. \quad (1)$$

Na enak način sem izračunala povprečni letni donos tržnega portfelja oziroma primerjalnega indeksa, le da so vstopne podatke predstavljale mesečne cene indeksa SBITOP. Vstopne podatke pri povprečnem letnem donosu netvegane naložbe so predstavljali že izračunani povprečni mesečni donosi 3-mesečne slovenske zakladne menice. Pri izračunu omenjenih meril uspešnosti sem standardne odklone portfeljev vzajemnih skladov izračunala iz mesečnih donosov posameznega sklada. Pridobljene mesečne standardne odklone za obdobje 10 let sem nato pomnožila s kvadratnim korenem števila mesecev v enem letu in tako dobila vrednost 10-letnega standardnega odklona (Breaking down finance, brez datuma).

Za izvedbo analize uspešnosti finančnega poslovanja sem vzajemne sklade, kot je prikazano v podpoglavjih 3.4 in 3.5, razvrstila glede na sektor, v katerem posamezni vzajemni sklad nastopa, ter glede na tip sklada (delniški, obvezniški). Delniški vzajemni skladi so predstavljeni v sektorjih tehnologije, zdravstva in farmacije, energetike, ZDA in razvitih trgov. Zadnjo skupino pa predstavljajo obvezniški vzajemni skladi. Vstopne podatke, ki sem jih uporabila pri analizi uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov na podlagi izbranih meril uspešnosti, sem na mesečni ravni zajela za obdobje 1. 1. 2011–31. 12. 2020 – torej podatke o VEP posameznega vzajemnega sklada, gibanju indeksa SBITOP in 3-mesečni slovenski zakladni menici.

Beta koeficiente sem izračunala po enačbi številka 3, ki je predstavljena v podpoglavju 4.1.1.1. Pri izračunu sem uporabila podatke o mesečnih donosih vzajemnih skladov in mesečnih donosih tržnega portfelja. Koeficient determinacije pa sem izračunala s pomočjo regresijske analize, ki je predstavljena v podpoglavju 4.1.1.1.

#### 4.1.1.1 Kazalniki uspešnosti

V tem podpoglavju je narejena podrobnejša predstavitev kazalnikov, ki so bili uporabljeni pri izvedbi analize uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov:

##### a) Model CAPM

S pomočjo posameznih komponent modela CAPM sem lahko izračunala različna merila uspešnosti. Model CAPM se uporablja pri analizi dejavnikov, ki v razmerah negotovosti definirajo tržne cene posameznih vrst premoženja (Nekrep, 2013). Model CAPM razdeli skupno tveganje naložb na dva dela, in sicer na sistematično in nesistematično tveganje (Prohaska, 1999). Za sistematično tveganje (oziroma tržno tveganje) je značilno, da se ga z razpršitvijo portfelja ne da izničiti in da meri variacijo sredstva (na primer portfelja vzajemnega sklada) glede na tržna gibanja; nesistematično tveganje pa se lahko z razpršitvijo portfelja izniči in izhaja iz sprememb uspešnosti poslovanja izbranega portfelja (Amenc & Le Sourd, 2003; Prohaska, 1999). Nesistematično tveganje je edinstveno za vsako sredstvo (Amenc & Le Sourd, 2003).

V modelu CAPM so upoštevani povprečni letni donos netvegane naložbe ( $\bar{r}_f$ ), beta koeficient portfelja izbranega vzajemnega sklada ( $\beta_i$ ) in tržna premija za tveganje (Nekrep, 2013; Peterlin, 2005). Tržna premija za tveganje predstavlja razliko med povprečno letno stopnjo donosa tržnega portfelja ( $\bar{r}_m$ ) in povprečno letno stopnjo donosa netvegane naložbe (Peterlin, 2005). Rezultat modela CAPM (zahtevane stopnje donosa) pove, kakšno bo povečanje donosa izbranega vrednostnega papirja glede na vsako odstotno spremembo vrednosti primerljivega tržnega portfelja (Berk & DeMarzo, 2017; Peterlin, 2005). Enačba (2) za izračun zahtevane stopnje donosa pa je naslednja (Berk & DeMarzo, 2017):

$$\bar{r}_z = \bar{r}_f + \beta_i(\bar{r}_m - \bar{r}_f). \quad (2)$$

Beta koeficient predstavlja sistematično tveganje, ki meri razmerje oziroma povezanost med gibanjem donosov posameznega vzajemnega sklada z gibanjem donosov celotnega trga (oziroma primerjalnega indeksa) (Peterlin, 2005). Bolj kot bo izbrana naložba tvegana, višja bo vrednost njene bete in s tem tudi višja zahtevana donosnost (Nekrep, 2013). Beta bo pri vzajemnih skladih, ki niso izpostavljeni sistematičnemu tveganju, znašala 0, pri skladih, ki imajo enako izpostavljenost tržnemu oziroma sistematičnemu tveganju, bo znašala 1, pri skladih, kjer je njihovo tveganje višje od tržnega, bo beta večja od 1, pri skladih, katerih sistematično tveganje je manjše glede na tržno tveganje, pa bo beta znašala med 0 in 1 (Peterlin, 2005). Beta koeficient se, kot je razvidno iz enačbe (3), izračuna kot količnik

kovariance mesečnih donosov portfelja vzajemnega sklada in tržnega portfelja ( $Cov(r_i, r_m)$ ) ter variance mesečnih donosov tržnega portfelja ( $Var(r_m)$ ) (Berk & DeMarzo, 2017).

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}. \quad (3)$$

#### b) Sharpovo merilo uspešnosti

Sharpovo merilo uspešnosti oziroma Sharpov kazalnik se uporablja za merjenje uspešnosti vzajemnega sklada s prilagajanjem njegovemu tveganju. Višja kot je vrednost Sharpovega kazalnika, višji je donos vzajemnega sklada glede na vrednost prevzetega tveganja (Corporate Finance Institute, brez datuma a). Berk in DeMarzo (2017) ob tem navajata, da dobro delujejo tisti portfelji oziroma vzajemni skladi, ki imajo visoko vrednost Sharpovega kazalnika.

Sharpov kazalnik se izračuna kot razmerje presežnega donosa nad netveganim donosom oziroma kot razmerje premije za tveganje portfelja izbranega vzajemnega sklada ( $\bar{r}_i - \bar{r}_f$ ) s tveganjem sklada, ki je izraženo s pomočjo standardnega odklona donosnosti portfelja izbranega sklada ( $\sigma_i$ ). Pri tem se premijo za tveganje portfelja vzajemnega sklada izračuna kot razliko med povprečnim donosom portfelja ( $\bar{r}_i$ ) in povprečnim donosom netvegane naložbe ( $\bar{r}_f$ ) (Laopodis, 2020). Enačba (4) za izračun Sharpovega kazalnika je naslednja (Berk & DeMarzo, 2017):

$$S_i = \frac{\bar{r}_i - \bar{r}_f}{\sigma_i}. \quad (4)$$

Višja kot bo vrednost Sharpovega kazalnika pri vzajemnem skladu, več donosa na enoto tveganja bo izbrani sklad prinesel investitorjem (Amenc & Le Sourd, 2003). Vrednosti Sharpovega kazalnika se pri vzajemnih skladih običajno gibljejo med 0,5 in 3 (Podobnik, Balen, Jagrič & Kolanović, 2007). Za vzajemne sklade, ki imajo vrednost kazalnika pod 1, velja, da so se slabo prilagajali tveganju, tisti, ki imajo vrednost med 1 in 1,99, so se dobro prilagajali, in tisti, ki imajo vrednost med 2 in 2,99, zelo dobro, medtem ko vrednosti, ki so višje od 3, pomenijo, da se je vzajemni sklad več kot odlično prilagajal tveganju (Corporate Finance Institute, brez datuma a). Sharpov kazalnik je med drugim predvsem primeren za razvrščanje portfeljev z različnimi stopnjami tveganja in za portfelje, ki so manj razpršeni (Amenc & Le Sourd, 2003).

#### c) Treynorjevo merilo uspešnosti

Treynorjev kazalnik predstavlja mero uspešnosti dobro razpršenega portfelja, ki se prilagaja sistematičnemu tveganju (Amenc & Le Sourd, 2003; Corporate Finance Institute, brez datuma b). Poleg omenjenega se kazalnik uporablja tudi za razvrščanje portfeljev z različnimi stopnjami tveganja (Amenc & Le Sourd, 2003). Za razliko od Sharpovega kazalnika, ki prilagaja donos s standardnim odklonom portfelja in upošteva celotno tveganje



portfelja (sistematično in nesistematično), Treynorjev kazalnik pri tem uporablja le beto portfelja (torej sistematično tveganje) (Amenc & Le Sourd, 2003; Laopodis, 2020).

Ta kazalnik meri razmerje med razliko povprečnega donosa portfelja vzajemnega sklada s povprečno netvegano stopnjo donosa ( $\bar{r}_i - \bar{r}_f$ ) in sistematičnim tveganjem sklada ( $\beta_i$ ) (Laopodis, 2020). Ob primerjavi vrednosti Treynorjevega kazalnika med različnimi vzajemnimi skladi je bolj učinkovit in bolj uspešno upravljan vzajemni sklad, ki ima višjo vrednost omenjenega kazalnika. Višja vrednost Treynorjevega kazalnika pa je lahko tudi posledica nižje vrednosti sistematičnega tveganja. Nižje vrednosti sistematičnega tveganja pomenijo, da je ob razpršitvi portfelja ostala zgolj manjša količina tveganja, ki se ga ni dalo izničiti (Amenc & Le Sourd, 2003). Enačba (5) za izračun Treynorjevega merila uspešnosti je naslednja (Laopodis, 2020):

$$T_i = \frac{\bar{r}_i - \bar{r}_f}{\beta_i}. \quad (5)$$

#### d) Jensenovo merilo uspešnosti

Jensenovo merilo uspešnosti ( $\alpha_i$ ), ki je poznano tudi kot Jensenov indeks uspešnosti ali Jensenova alfa, je opredeljeno kot razlika med povprečnim letnim donosom portfelja vzajemnega sklada ( $\bar{r}_i$ ) in modelom CAPM, ki je bil predstavljen predhodno (Amenc & Le Sourd, 2003; Finance Train, brez datuma). Jensenovo alfo se lahko interpretira kot tveganjem prilagojeno merilo uspešnosti poslovanja izbranega vzajemnega sklada (Berk & DeMarzo, 2017). Enačba (6) za izračun Jensenove alfe je naslednja (Laopodis, 2020):

$$\alpha_i = \bar{r}_i - \{\bar{r}_f + \beta_i(\bar{r}_m - \bar{r}_f)\}. \quad (6)$$

Jensenova alfa pove, kakšna je bila donosnost portfelja izbranega vzajemnega sklada glede na tveganje, ki mu je bil portfelj izpostavljen (donos tržnega portfelja oziroma tržno tveganje) (Amenc & Le Sourd, 2003). Prav tako Jensenova alfa pokaže, ali je upravitelj portfelja oziroma vzajemni sklad pri izbiri vrednostnih papirjev boljši ali slabši v primerjavi s trgom (oziroma s konkurenco). Slabši upravitelji imajo Jensenovo alfo izrazito negativno, medtem ko imajo boljši upravitelji pozitivno vrednost alfe (Jagrič, Kolanović, Podobnik & Strašek, 2005).

#### e) Kazalnik RAP

Poleg Sharpovega, Treynorjevega in Jensenovega merila uspešnosti se za uspešnost poslovanja skladov uporablja tudi kazalnik RAP oziroma  $M^2$ . Za omenjeni kazalnik je značilno, da uspešnost poslovanja izbranega vzajemnega sklada ugotavlja po prilagoditvi donosa sklada tveganju, in sicer se tveganje portfelja izbranega sklada uskladi s tržnim tveganjem. Kazalnik, glede na enačbo (7), predstavlja razmerje med standardnim odklonom tržnega portfelja ( $\sigma_m$ ) in standardnim odklonom portfelja izbranega vzajemnega sklada ( $\sigma_i$ ), pomnoženo z razliko med povprečnim donosom portfelja sklada in povprečnim donosom

netvegane naložbe ( $\bar{r}_i - \bar{r}_f$ ). Zmnožek je nato povečan za povprečni donos netvegane naložbe ( $\bar{r}_f$ ) (Modigliani & Modigliani, 1997).

$$RAP_i = \frac{\sigma_m}{\sigma_i} (\bar{r}_i - \bar{r}_f) + \bar{r}_f \quad (7)$$

Bistvo kazalnika je, da se rezultat RAP izbranega vzajemnega sklada primerja s povprečnim donosom tržnega portfelja, pri tem pa primerjava pove, za koliko odstotnih oziroma bazičnih točk je bil portfelj izbranega vzajemnega sklada boljši (razlika večja od 0) oziroma slabši (razlika manjša od 0) od tržnega portfelja. Portfelji vzajemnih skladov, ki dosegajo višjo vrednost kazalnika RAP, so deležni višjega tveganju prilagojenega donosa kot portfelji drugih skladov (Modigliani & Modigliani, 1997).

Portfelji vzajemnih skladov, ki so po rezultatih kazalnika RAP boljši, so bolje uvrščeni tudi po Sharповem kazalniku, saj oba kazalnika prilagodita donos portfelja celotnemu tveganju (Modigliani & Modigliani, 1997). Na drugi strani pa je, kot je razvidno iz zgornjih enačb, za Jensenov in Treynorjev kazalnik značilno, da presežni donos prilagodita zgolj sistematičnemu tveganju.

#### f) Informacijski kazalnik

Informacijski kazalnik (angl. information ratio) ( $IR_i$ ) vzajemnega sklada, ki se imenuje tudi cenitveni koeficient uspešnosti (angl. appraisal ratio), je opredeljen s preostalim donosom portfelja sklada v primerjavi z njegovim preostalim tveganjem. Pri tem preostali donos portfelja sklada predstavlja donos, ki ni pojasnjen s primerjalnim tržnim portfeljem (Amenc & Le Sourd, 2003). Enačba informacijskega kazalnika predstavlja razmerje med alfo portfelja vzajemnega sklada ( $\alpha_i$ ) in nesistematičnim tveganjem portfelja izbranega vzajemnega sklada ( $\sigma(e_i)$ ) oziroma standardnim odklonom preostalih donosov. Omenjeno tveganje se z drugimi besedami imenuje tudi napaka pri sledenju (angl. tracking error). Preostali donos portfelja, ki je izražen z alfo, je izračunan s pomočjo enačbe (8) za Jensenovo alfo (Amenc & Le Sourd, 2003; Bodie in drugi, 2019).

$$IR_i = \frac{\alpha_i}{\sigma(e_i)} \quad (8)$$

Informacijski kazalnik investitorji uporabljajo za ocenjevanje uspešnosti upravljanja skladov, torej za preverjanje, ali so tveganja, ki jih izbrani upravljavci prevzamejo, v primerjavi s trgom dovolj nagrajena (Amenc & Le Sourd, 2003). Višja kot je vrednost informacijskega kazalnika, boljša je uspešnost upravljanja sklada (Saravanan, 2019). Pomembno je, da investitorji hkrati opazujejo vrednost informacijskega kazalnika in vrednost napake sledenja. Če je vrednost informacijskega kazalnika pri dveh skladih enaka, je namreč pomembno, da je vrednost napake sledenja čim manjša, saj to predstavlja večjo možnost, da bo upraviteljeva uspešnost trajala skozi daljše obdobje (Amenc & Le Sourd, 2003). V primeru, da je vrednost kazalnika negativna, pa to pomeni, da upravljavec vzajemnega sklada ni uspel ustvariti presežnih donosov. Za sklade, ki imajo kazalnik manjši

od 0,4, to pomeni, da ti skladi ne bi zmogli ustvarjati presežnih donosov v daljšem časovnem obdobju in s tem morda niso najboljša naložba. Skladi z vrednostjo kazalnika med 0,4 in 0,6 veljajo za dobre naložbe, skladi z vrednostjo nad 0,6 in do 1 pa za odlične naložbe (Saravanan, 2019).

g) Dodatni kazalnik: determinacijski koeficient

Determinacijski koeficient pove, kolikšen delež variiranja odvisne spremenljivke, to je donosa izbranega portfelja  $i$ , je pojasnjen z variiranjem donosov neodvisne spremenljivke, to je donosa tržnega portfelja in bete izbranega portfelja  $i$ . S pomočjo omenjenega koeficienta se lahko izmeri tisti del tveganja, ki ga ni mogoče odpraviti z razpršitvijo portfelja. Determinacijski koeficient se, kot je razvidno iz enačbe (9), izračuna kot razmerje med varianco tržnega portfelja ( $\text{var}(r_m)$ ) pomnoženo z beto izbranega portfelja vzajemnega sklada  $i$  ( $\beta_i^2$ ) in varianco portfelja sklada  $i$  ( $\text{var}(r_i)$ ) (Laopodis, 2020).

$$R_i^2 = \frac{\beta_i^2 \text{var}(r_m)}{\text{var}(r_i)}. \quad (9)$$

Determinacijski koeficient predstavlja rezultat regresijske analize, pri čemer so odvisno spremenljivko predstavljali mesečni donosi portfelja izbranega vzajemnega sklada, neodvisno spremenljivko pa mesečni donosi tržnega portfelja.

#### 4.1.2 Analiza tržnega deleža

Za odgovor na drugo raziskovalno vprašanje o povezanosti tržnega deleža z uspešnostjo vzajemnega sklada sem potrebovala podatke o letni ČVS posameznega sklada. Omenjene podatke sem pridobila iz letnih poročil ponudnikov analiziranih vzajemnih skladov. Podlago pri analiziranju tržnega deleža mi je predstavljala raziskava Klapperja, Sulle in Vittasa (2004), ki so analizirali razvoj vzajemnih skladov za 40 držav sveta z različno stopnjo razvitosti. V raziskavi so za obdobje 1992–1998 proučevali strukturo in vzorec rasti vzajemnih skladov po državah ter analizirali dejavnike, ki vplivajo na rast vzajemnih skladov. Na podlagi raziskave Klapperja, Sulle in Vittasa (2004) sem v magistrskem delu za izvedbo izračuna tržnega deleža uporabila podatke o neto vrednostih sredstev oziroma ČVS. ČVS vzajemnega sklada se, kot že navedeno v podpoglavju 3.2, izračuna tako, da se od celotne vrednosti sredstev odšteje obveznosti izbranega vzajemnega sklada. Pri analiziranih ponudnikih sem seštel ČVS vzajemnih skladov, ki sem jih vključila v analizo, in na podlagi tega izračunala gibanje tržnih deležev skozi analizirano obdobje 2011–2020. Tržne deleže sem izračunala tako, da sem seštevek ČVS vseh analiziranih skladov izbranega ponudnika delila s seštevkom ČVS vseh skladov, ki sem jih zajela v analizo.

### 4.1.3 Analizirani podatki

Pri analizi tržnega deleža sem za obdobje 2011–2020 uporabila podatke na letni ravni (zadnji dan poslovnega leta), ki so bili predstavljeni v finančnih izkazih posameznega vzajemnega sklada. Podatke, ki sem jih uporabila pri analizi uspešnosti vzajemnih skladov in analizi tržnega deleža, sem pridobila prek podatkovne baze Bloomberg (podatki o VEP vzajemnih skladov, o indeksu SBITOP), na spletnih straneh posameznih vzajemnih skladov (dokumente s ključnimi podatki za investitorje v izbrane vzajemne sklade, letna poročila, gibanje ČVS in VEP), prek spletnih publikacij Agencije za trg vrednostnih papirjev (dogajanje na finančnem trgu in pri vzajemnih skladih, gibanje števila vzajemnih skladov) in prek podatkovne baze Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj (OECD) (podatki o slovenski 3-mesečni zakladni menici).

## 4.2 Rezultati analize uspešnosti poslovanja izbranih vzajemnih skladov

### 4.2.1 Rezultati analize poslovanja delniških vzajemnih skladov

Analizo uspešnosti poslovanja izbranih delniških vzajemnih skladov sem naredila s pomočjo uporabe različnih meril uspešnosti. Podatki, ki sem jih potrebovala pri izračunu meril uspešnosti (povprečni letni donos vzajemnega sklada, povprečni letni donos tržnega portfelja), so prikazani v tabeli 7. V omenjeni tabeli so predstavljeni tudi podatki o determinacijskem koeficientu ( $R_i^2$ ).

Pri večini vzajemnih skladov, navedenih v tabeli 7, je bilo za obdobje 2011–2020 v analizo vključenih vseh 10 let oziroma 120 mesecev. Manjšega števila opazovanj so bili deležni tisti vzajemni skladi, ki so začeli s poslovanjem po 1. 1. 2011. Pri vzajemnem skladu Triglav Tehnologija je bilo v opazovanje zajetih zgolj 7 mesecev, pri skladu Triglav Zdravje in farmacija 110 mesecev, pri skladu Triglav Naravni viri 46 mesecev, pri skladu NLB ZDA 86 mesecev, pri skladu Generali Amerika 57 mesecev in pri skladu Generali Globalni 117 mesecev. Posledično sta za omenjene vzajemne sklade vrednosti povprečnega donosa tržnega portfelja in netvegane naložbe prilagojeni njihovem obdobju poslovanja. Ker so vsi izračuni narejeni glede na povprečne donose na letni ravni, je bil sklad Triglav Tehnologija iz analize izključen, saj je bilo njegovo obdobje poslovanja krajše od enega leta.

Vrednosti povprečnega letnega donosa portfeljev analiziranih delniških vzajemnih skladov, ki so navedene v tabeli 7, so se gibale med  $-6,32\%$  in  $18,03\%$ . V sektorju tehnologije je najvišjo vrednost povprečnega letnega donosa dosegel sklad Infond Tehnologija ( $18,03\%$ ) in najnižjo sklad NLB Visoka tehnologija ( $13,75\%$ ); v sektorju zdravstva in farmacije pa je najvišjo vrednost dosegel sklad Triglav Zdravje in farmacija ( $11,36\%$ ), najnižjo pa sklad Generali Vitalnost ( $9,15\%$ ).

V sektorju energetike so bile v tabeli 7 vrednosti povprečnega letnega donosa pri vseh štirih vzajemnih skladih negativne; najvišji donos je imel sklad Generali Surovine in energija (–2,33 %), najnižjega pa sklad Triglav Naravni viri (–6,32 %). Povprečni letni donosi so se v sektorju ZDA gibali med 9,46 % (sklad Infond ZDA) in 10,97 % (sklad Triglav Severna Amerika); v sektorju razvitih trgov pa med 3,81 % (sklad Generali Globalni) in 8,15 % (sklad Infond Razviti trgi).

Kot navedeno zgoraj, je bilo zaradi različnih začetkov poslovanja analiziranih skladov v analizo vključeno različno število opazovanj (oziroma je bilo analizirano različno dolgo obdobje), kar se odraža v različnih vrednostih povprečnega letnega donosa tržnega portfelja in netvegane naložbe. Vrednost povprečnega letnega donosa tržnega portfelja (navedeno v tabeli 7) je v analiziranem 10-letnem obdobju znašala 0,75 % in se je kot primerjalni tržni indeks upoštevala pri vzajemnih skladih, ki so imeli v analizo zajeto celotno 10-letno obdobje. Relativno nizka vrednost povprečnega letnega donosa tržnega portfelja je bila predvsem posledica negativnih donosov tržnega indeksa SBITOP v letih 2011 in 2015. Dogajanja na kapitalskem trgu, kot so nizka likvidnost, negativna gospodarska rast, brezposelnost in nizka kreditna aktivnost domačih bank, so imela leta 2011 močan vpliv na gibanje donosov indeksa SBITOP, saj je ta dosegel zelo negativen letni donos, in sicer –30,67 % (ATVP, 2012). V letu 2015 je na negativen povprečni letni donos indeksa SBITOP, ki je znašal –11,22 %, vplivalo predvsem zmanjšanje skupnega prometa finančnih instrumentov na Ljubljanski borzi. Do padca prometa delnic in obveznic na trgu je prišlo zaradi prevzemov družb (ATVP, 2016).

Pri vzajemnih skladih, katerih obdobje poslovanja je bilo krajše od 10 let, se je vrednost tržnega portfelja ustrezno korigirala in je tako za obdobje poslovanja vzajemnega sklada Triglav Zdravje in farmacija znašala 4,39 %, sklada Triglav Naravni viri 5,29 %, sklada NLB ZDA 4,92 %, sklada Generali Amerika 4,81 % in sklada Generali Globalni 1,34 %. Pri predhodno omenjenih vzajemnih skladih so bile povprečne vrednosti donosov analiziranega obdobja višje od povprečnega 10-letnega donosa zaradi tega, ker v izračunu ni bilo zajeto celotno obdobje 2011, ko so bili donosi indeksa zelo negativni.

Vrednost povprečnega letnega donosa netvegane naložbe (navedene v tabeli 7), to je 3-mesečne slovenske zakladne menice, je v obdobju 2011–2020 znašala 0,07 %. Ta vrednost netvegane naložbe (0,07 %) je bila uporabljena kot primerjalna vrednost pri večini analiziranih vzajemnih skladov. Pri vzajemnih skladih, ki so imeli drugačen začetek poslovanja, je bila vrednost povprečnega letnega donosa netvegane naložbe ponovno prilagojena na njihovo obdobje. V primeru vzajemnega sklada Triglav Zdravje in farmacija je vrednost znašala –0,07 %, pri skladu Triglav Naravni viri –0,34 %, skladu NLB ZDA –0,21 %, skladu Generali Amerika –0,35 % in skladu Generali Globalni 0,03 %.

Vrednosti standardnih odklonov donosov (na letni ravni) so se pri analiziranih skladih (v tabeli 7) gibale med 11,17 % (Generali Vitalnost) in 21,39 % (Infond Surovine in energija), vrednosti beta koeficienta pa med 0,28 (Triglav Zdravje in farmacija) in 0,87 (Triglav

Naravni viri). Vrednosti beta koeficienta delniških skladov so bile manjše od beta koeficienta tržnega indeksa, ki je znašal 1, kar pomeni, da so bili analizirani skladi manj tvegani v primerjavi s tržnim indeksom (podobno kot v raziskavi Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005) ter Podobnika, Balna, Jagriča in Kolanovića (2007)).

Tabela 7: Osnovni podatki o delniških vzajemnih skladih v obdobju 2011–2020

Sektor	Sklad	$\bar{r}_i$ (v %)	$\bar{r}_m$ (v %)	$\bar{r}_f$ (v %)	$\sigma_i$ (v %)	$\beta_i$	$R_i^2$ (v %)
Tehnologija	NLB Visoka tehnologija	13,75	0,75	0,07	13,96	0,47	27,71
	Triglav Tehnologija	/	/	/	/	/	/
	Generali Tehnologija	14,84	0,75	0,07	13,47	0,42	23,20
	Infond Tehnologija	18,03	0,75	0,07	15,80	0,54	28,01
Zdravstvo, farmacija	NLB Farmacija in zdravstvo	10,44	0,75	0,07	11,91	0,30	15,60
	Triglav Zdravje in farmacija	11,36	4,39	-0,07	12,48	0,28	11,72
	Generali Vitalnost	9,15	0,75	0,07	11,17	0,29	16,41
	Infond Zdravstvo	10,76	0,75	0,07	12,60	0,31	14,27
Energetika	NLB Naravni viri	-3,28	0,75	0,07	19,42	0,62	24,49
	Triglav Naravni viri	-6,32	5,29	-0,34	17,54	0,87	52,23
	Generali Surovine in energija	-2,33	0,75	0,07	18,94	0,63	26,59
	Infond Surovine in energija	-5,17	0,75	0,07	21,39	0,73	28,11
ZDA	NLB ZDA	10,38	4,92	-0,21	14,17	0,56	32,77
	Triglav Severna Amerika	10,97	0,75	0,07	12,62	0,35	18,83
	Generali Amerika	10,49	4,81	-0,35	13,44	0,56	40,28
	Infond ZDA	9,46	0,75	0,07	13,38	0,44	26,25
Razviti trgi	NLB Svetovni razviti trgi	6,53	0,75	0,07	13,44	0,47	30,07
	Triglav Svetovni razviti trgi	7,32	0,75	0,07	12,03	0,40	26,18
	Generali Globalni	3,81	1,34	0,03	11,85	0,50	43,04
	Infond Razviti trgi	8,15	0,75	0,07	12,90	0,47	31,67

**Opomba:** povprečni letni donos portfelja ( $\bar{r}_i$ ), povprečni letni donos tržnega portfelja ( $\bar{r}_m$ ), povprečni letni donos netvegane naložbe ( $\bar{r}_f$ ), standardni odklon portfelja sklada ( $\sigma_i$ ), beta portfelja ( $\beta_i$ ), determinacijski koeficient sklada ( $R_i^2$ ); sklad Triglav Tehnologija izključen iz analize zaradi prekratkega obdobja poslovanja.

Vir: lastno delo.

Determinacijski koeficient se je pri analiziranih delniških vzajemnih skladih v tabeli 7 gibal med 11,72 % (Triglav Zdravje in farmacija) in 52,23 % (Triglav Naravni viri) – slednje

predstavlja najvišjo vrednost donosov vzajemnih skladov, ki so lahko bili pojasnjeni s pomočjo gibanja donosov tržnega indeksa SBITOP, s tem pa je bila pojasnjena tudi varianca analiziranih vzajemnih skladov.

V tabeli 8 so predstavljeni rezultati analize uspešnosti poslovanja izbranih delniških vzajemnih skladov, ki je narejena na podlagi različnih meril uspešnosti. Za Sharpov kazalnik velja, da višja kot je njegova vrednost, višji bo donos vzajemnega sklada glede na znesek prevzetega tveganja. Kot prej omenjeno, se vrednosti Sharpovega kazalnika pri vzajemnih skladih običajno gibljejo med 0,5 in 3. Pri analiziranih skladih v tabeli 8 so se vrednosti Sharpovega kazalnika gibale med  $-0,34$  in  $1,14$ ; skladi, ki so imeli vrednosti kazalnika večje od 1, so imeli dobra poslovna leta oziroma so se dobro prilagajali tveganjem na trgu. Slabše pa so se prilagajali skladi, ki so imeli vrednosti omenjenega kazalnika manjše od 1.

V sektorju tehnologije se je glede na vrednosti Sharpovega kazalnika, ki so prikazane v tabeli 8, na mesto najuspešnejšega vzajemnega sklada uvrstil sklad Infond Tehnologija ( $1,14$ ) in na mesto najmanj uspešnega sklada NLB Visoka tehnologija ( $0,98$ ). V sektorju zdravstva in farmacije je bil najuspešnejši sklad Triglav Zdravje in farmacija ( $0,92$ ), na mesto najmanj uspešnega pa se je uvrstil sklad Generali Vitalnost ( $0,81$ ). V sektorju energetike je bil kljub negativnim vrednostim Sharpovega kazalnika najuspešnejši sklad Generali Surovine in energija ( $-0,13$ ) ter najmanj uspešen sklad Triglav Naravni viri ( $-0,34$ ). V sektorju ZDA se je na mesto najuspešnejšega sklada uvrstil sklad Triglav Severna Amerika ( $0,86$ ) in na zadnje mesto sklad Infond ZDA ( $0,70$ ). V sektorju razvitih trgov pa je bil glede na vrednosti Sharpovega kazalnika najuspešnejši vzajemni sklad Infond Razviti trgi ( $0,63$ ) in najmanj uspešen sklad Generali Globalni ( $0,32$ ).

Vrednosti Treynorjevega kazalnika so se pri analiziranih delniških vzajemnih skladih v tabeli 8 gibale med  $-7,17$  % (Infond Surovine in energija) in  $40,46$  % (Triglav Zdravje in farmacija). Analizirani skladi iz sektorjev tehnologije, zdravstva in farmacije, ZDA in razvitih trgov so imeli vrednosti Treynorjevega kazalnika večje od 0, kar pomeni, da so v primerjavi s portfeljem netvegane naložbe poslovali boljše. Analizirani skladi v sektorju energetike pa so imeli vrednosti kazalnika manjše od 0 in so s tem v primerjavi s portfeljem netvegane naložbe poslovali slabše.

Uspešnost poslovanja analiziranih vzajemnih skladov (navedenih v tabeli 8) v sektorju tehnologije se je glede na vrednosti Treynorjevega kazalnika gibala med  $28,92$  % (NLB Visoka tehnologija) in  $35,38$  % (Generalni Tehnologija). V sektorju zdravstva in farmacije so se vrednosti omenjenega kazalnika gibale med  $31,21$  % (Generalni Vitalnost) in  $40,46$  % (Triglav Zdravje in farmacija). Vrednosti Treynorjevega kazalnika so bile v sektorju energetike pri vseh analiziranih skladih negativne in so se gibale med  $-7,17$  % (Infond Surovine in energija) in  $-3,82$  % (Generalni Surovine in energija). V sektorju ZDA so vrednosti kazalnika nihale med  $18,85$  % (NLB ZDA) in  $30,94$  % (Triglav Severna Amerika);

v sektorju razvitih trgov pa med 7,58 % (Generali Globalni) in 18,30 % (Triglav Svetovni razviti trgi).

*Tabela 8: Kazalniki uspešnosti poslovanja delniških vzajemnih skladov*

Sektor	Sklad	Sharpov kazalnik	Treynorjev kazalnik (v %)	Jensenova alfa (v %)	Kazalnik RAP (v %)	Informacijski kazalnik
Tehnologija	NLB Visoka tehnologija	0,98	28,92	13,36	15,29	1,13
	Triglav Tehnologija	/	/	/	/	/
	Generali Tehnologija	1,10	35,38	14,49	17,11	1,23
	Infond Tehnologija	1,14	33,38	17,60	17,73	1,31
Zdravstvo, farmacija	NLB Farmacija in zdravstvo	0,87	34,27	10,17	13,60	0,93
	Triglav Zdravje in farmacija	0,92	40,46	10,17	14,03	0,87
	Generali Vitalnost	0,81	31,21	8,89	12,71	0,87
	Infond Zdravstvo	0,85	34,94	10,49	13,26	0,90
Energetika	NLB Naravni viri	-0,17	-5,41	-3,77	-2,61	-0,22
	Triglav Naravni viri	-0,34	-6,91	-10,85	-5,34	-0,90
	Generali Surovine in energija	-0,13	-3,82	-2,83	-1,90	-0,17
	Infond Surovine in energija	-0,24	-7,17	-5,73	-3,73	-0,32
ZDA	NLB ZDA	0,75	18,85	7,71	10,58	0,66
	Triglav Severna Amerika	0,86	30,94	10,67	13,49	0,94
	Generali Amerika	0,81	19,43	7,96	11,98	0,77
	Infond ZDA	0,70	21,29	9,09	10,97	0,79
Razviti trgi	NLB Svetovni razviti trgi	0,48	13,62	6,14	7,54	0,55
	Triglav Svetovni razviti trgi	0,60	18,30	6,98	9,43	0,68
	Generali Globalni	0,32	7,58	3,12	5,00	0,35
	Infond Razviti trgi	0,63	17,30	7,76	9,80	0,73

*Vir: lastno delo.*



Pri Jensenovi alfi se uspešnost izbire upravitelja oziroma vzajemnega sklada pri investiranju sredstev sklada v izbrane vrednostne papirje primerja s trgom oziroma konkurenco. V primeru, da je vzajemni sklad investiral v boljše vrednostne papirje kot trg, bo njegova Jensenova alfa večja od 0, v nasprotnem primeru pa bo manjša od 0. Pri Jensenovi alfi so bile vrednosti vseh analiziranih vzajemnih skladov, navedenih v tabeli 8, v sektorjih tehnologije, zdravstva in farmacije, ZDA in razvitih trgov večje od 0, kar pomeni, da so se portfelji vzajemnih skladov v omenjenih sektorjih v preteklosti dobro prilagajali tveganjem in so poslovali boljše od primerljivega tržnega portfelja. V sektorju energetike pa so bile vrednosti Jensenove alfe manjše od 0.

V sektorju tehnologije se je glede na vrednosti Jensenove alfe v tabeli 8 tveganju najbolje prilagajal sklad Infond Tehnologija (17,60 %), najslabše pa sklad NLB Visoka Tehnologija (13,36 %). V sektorju zdravstva in farmacije se je tveganju najbolje prilagajal sklad Infond Zdravstvo (10,49 %) in najslabše sklad Generali Vitalnost (8,89 %). V sektorju energetike so bile vse vrednosti manjše od 0 %, vendar se je kljub temu trgu najbolje prilagajal sklad Generali Surovine in energija (-2,83 %), medtem ko se je najslabše sklad Triglav Naravni viri (-10,85 %). Sklad Triglav Severna Amerika se je v sektorju ZDA najbolje prilagajal tveganju, saj je vrednost njegove Jensenove alfe znašala 10,67 %, najslabše pa sklad NLB ZDA (7,71 %). V sektorju razvitih trgov se je tveganju najbolje prilagajal sklad Infond Razviti trgi (7,76 %) in najslabše sklad Generali Globalni (3,12 %).

Pri donosu prilagojenemu tveganju oziroma kazalniku RAP velja, da so portfelji vzajemnih skladov, ki dosegajo višje vrednosti omenjenega kazalnika, deležni višjega tveganju prilagojenega donosa kot portfelji preostalih skladov. Vrednosti kazalnika RAP so se pri vzajemnih skladih v tabeli 8 gibale med -5,34 % (Triglav Naravni viri) in 17,73 % (Infond Tehnologija).

Izmed analiziranih skladov v sektorju tehnologije (tabela 8) je imel najvišjo vrednost kazalnika RAP sklad Infond Tehnologija (17,73 %) in najnižjo vrednost sklad NLB Visoka Tehnologija (15,29 %). V sektorju zdravstva in farmacije je imel najvišjo vrednost kazalnika RAP sklad Triglav Zdravje in farmacija (14,03 %) in najnižjo sklad Generali Vitalnost (12,71 %). V sektorju energetike so bile vrednosti omenjenega kazalnika negativne in so se gibale med -5,34 % (Triglav Naravni viri) in -1,90 % (Generali Surovine in energija). Vrednosti kazalnika RAP so se v sektorju ZDA gibale med 10,58 % (NLB ZDA) in 13,49 % (Triglav Severna Amerika), v sektorju razvitih trgov pa med 5,00 % (Generali Globalni) in 9,80 % (Infond Razviti trgi).

Za vzajemne sklade, ki imajo vrednost informacijskega kazalnika višjo, velja, da je uspešnost njihovih upravljavcev v primerjavi z drugimi upravljavci boljša. To pomeni, da so tveganja, ki jih njihovi upravljavci prevzamejo, v primerjavi s trgom dovolj nagrajena. Vrednosti informacijskega kazalnika so se pri skladih v sektorju tehnologije v tabeli 8 gibale med 1,13 (NLB Visoka tehnologija) in 1,31 (Infond Tehnologija), v sektorju zdravstva in farmacije pa med 0,87 (Triglav Zdravje in farmacija, Generali Vitalnost) in 0,93 (NLB

Farmacija in zdravstvo). Pri analiziranih vzajemnih skladih v sektorju energetike so se vrednosti informacijskega kazalnika gibale med  $-0,90$  (Triglav Naravni viri) in  $-0,17$  (Generali Surovine in energija). V sektorju ZDA je imel najvišjo vrednost informacijskega kazalnika sklad Triglav Severna Amerika ( $0,94$ ) in najnižjo sklad NLB ZDA ( $0,66$ ); v sektorju razvitih trgov pa je najvišjo vrednost dosegel sklad Infond Razviti trgi ( $0,73$ ) in najnižjo sklad Generali Globalni ( $0,35$ ). V primerjavi s primerjalnim tržnim indeksom so bili analizirani skladi (navedeni v tabeli 8) v sektorjih tehnologije, zdravstva in farmacije, ZDA in razvitih trgov boljši od tržnega indeksa, skladi v sektorju energetike pa so bili slabši od trga.

Iz tabele 8 je ob tem razvidno, da je bil pri vzajemnih skladih v sektorju tehnologije vrstni red uspešnosti poslovanja analiziranih skladov glede na Sharpov in Treynorjev kazalnik, Jensenovo alfo, kazalnik RAP in informacijski kazalnik enak. Prav tako je bil vrstni red uspešnosti poslovanja skladov pri vzajemnih skladih v sektorjih energetike in razvitih trgov enak glede na Sharpov kazalnik, Jensenovo alfo, kazalnik RAP in informacijski kazalnik. Je pa prišlo do rahlega odstopanja pri teh dveh sektorjih glede na Treynorjev kazalnik: pri skladih v sektorju energetike na tretjem in četrtem mestu, pri skladih v sektorju razvitih trgov pa na prvem in drugem mestu.

Vzajemni skladi v sektorju zdravstva in farmacije (tabela 8) so bili glede na Sharpov kazalnik in kazalnik RAP deležni enake razvrstitve od najbolj do najmanj uspešnega sklada. Glede na vrednosti Treynorjevega kazalnika se je vrstni red uspešnosti poslovanja skladov glede na vrstni red Sharpovega kazalnika in kazalnika RAP razlikoval zgolj pri drugem in tretjem mestu, pri Jensenovi alfi pa pri prvem in tretjem mestu. Pri informacijskem kazalniku je bil vrstni red uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov v zdravstvu in farmaciji v primerjavi z vrstnim redom po Sharpovem kazalniku in kazalniku RAP enoten zgolj pri četrtem mestu.

Razvrstitev uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov v sektorju ZDA (tabela 8) je bila enotna glede na Treynorjev kazalnik, informacijski kazalnik in Jensenovo alfo. Glede na vrednosti kazalnika RAP je bil vrstni red uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov v primerjavi z vrstnim redom, opredeljenim po Treynorjevem kazalniku, informacijskem kazalniku in Jensenovi alfi, drugačen zgolj pri drugem in tretjem mestu. Po Sharpovem kazalniku je razvrstitev skladov od najbolj do najmanj uspešnega v primerjavi s predhodno omenjenimi kazalniki enotna zgolj pri prvem mestu oziroma pri opredelitvi najuspešnejšega sklada.

Na podlagi pridobljenih vrednosti kazalnikov za merjenje uspešnosti poslovanja analiziranih vzajemnih skladov so odlično naložbo investitorjem predstavljali predvsem vzajemni skladi v sektorju tehnologije. Pri Sharpovem kazalniku so investitorjem predstavljali odlično naložbo skladi v sektorju tehnologije, predvsem sklada Generali Tehnologija in Infond Tehnologija, ki sta imela vrednosti omenjenega kazalnika med 1 in 1,99. Omenjena sklada sta se v primerjavi s preostalimi vzajemnimi skladi v analiziranih sektorjih najboljše

prilagajala tveganjem na trgu. Na podlagi vrednosti Treynorjevega kazalnika so investitorjem predstavljali odlične naložbe vzajemni skladi v sektorjih tehnologije (Generali Tehnologija, Infond Tehnologija) ter zdravstva in farmacije (NLB Farmacija in zdravstvo, Triglav Zdravje in farmacija, Generali Vitalnost, Infond Zdravstvo). Skladi v omenjenih sektorjih so namreč v primerjavi s preostalimi vzajemnimi skladi v drugih analiziranih sektorjih poslovali učinkoviteje in uspešneje – njihove vrednosti Treynorjevega kazalnika so se gibale med 31,21 % in 40,45 %.

Analizirani skladi v sektorjih tehnologije ter zdravstva in farmacije so tudi pri Jensenovi alfi v primerjavi s preostalimi analiziranimi sektorji predstavljali privlačnejše naložbe. V sklopu sektorja zdravstvo in farmacija pa je iz izbora privlačnih naložb treba izključiti sklad Generali Vitalnost, ki je imel nizko vrednost Jensenove alfe. Vrednosti Jensenove alfe so se pri izbranih sektorjih gibale med 10,17 % in 17,60 %. Upravitelji izbranih vzajemnih skladov so bili pri izbiri vrednostnih papirjev, v katere so skladi investirali, boljši glede na konkurenco oziroma trg. Na podlagi vrednosti kazalnika RAP so odlične naložbe predstavljali vzajemni skladi v sektorjih tehnologije, zdravstva in farmacije ter ZDA. Vzajemni skladi v omenjenih sektorjih so bili deležni višjih vrednosti tveganju prilagojenih donosov.

Na podlagi vrednosti informacijskega kazalnika so za investitorje prav tako odlične naložbe predstavljali analizirani vzajemni skladi v sektorjih tehnologije, zdravstva in farmacije ter ZDA. Vzajemni skladi v omenjenih sektorjih so predstavljali odlične naložbe, saj so se njihove vrednosti informacijskega kazalnika gibale med 0,61 in 1; pri skladih v tehnologiji pa so bile vrednosti kazalnika celo višje od 1. Omenjenim skladom je uspelo ustvarjati presežne donose v daljšem časovnem obdobju. Na podlagi omenjenega kazalnika sta odlično naložbo iz sektorja razvitih trgov prav tako predstavljala sklad Triglav Svetovni razviti trgi in Infond Razviti trgi, saj so se njune vrednosti prav tako gibale med 0,61 in 1.

Med analiziranimi sektorji delniških vzajemnih skladov (tabela 8) so glede na rezultate izbranih meril uspešnosti poslovanja skladov investitorjem predstavljali najslabše naložbe vzajemni skladi v sektorju energetike. Skladi v omenjenem sektorju so imeli vse vrednosti izbranih meril uspešnosti negativne. Podrobnejša primerjava uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov glede na izbrana merila uspešnosti (razvrstitve od najboljšega do najslabšega) je znotraj posameznega analiziranega sektorja predstavljena v podpodpoglavju 4.2.3.

#### 4.2.2 Rezultati analize poslovanja obvezniških vzajemnih skladov

Analizo uspešnosti poslovanja obvezniških vzajemnih skladov sem naredila s pomočjo uporabe enakih meril uspešnosti in enakih virov podatkov kot v primeru delniških vzajemnih skladov. Pri večini obvezniških vzajemnih skladov, navedenih v tabeli 9, je bila analiza narejena za celotno izbrano obdobje (2011–2020 oziroma 120 mesecev). Manjšega števila opazovanj je bil deležen zgolj vzajemni sklad Generali Corporate Bonds, ki je začel s

poslovanjem kasneje in je v opazovanje zajetih zgolj 48 mesecev. Vrednost povprečnega donosa tržnega portfelja in netvegane naložbe je za omenjeni sklad prilagojena njegovemu obdobju poslovanja.

Najvišjo vrednost povprečnega letnega donosa analiziranih obvezniških vzajemnih skladov (predstavljenih v tabeli 9) je imel sklad NLB Podjetniške obveznice (2,24 %), najnižjo pa sklad Generali Corporate Bonds (0,29 %). Pri analiziranih skladih so se vrednosti standardnih odklonov donosov (na letni ravni) gibale med 2,56 % (Generali Corporate Bonds) in 3,64 % (Triglav Obvezniški), vrednosti beta koeficienta pa med 0,07 (NLB Podjetniške obveznice, Infond Obvezniški) in 0,11 (Generali Corporate Bonds). Vrednosti beta koeficienta, ki so bile pri vseh analiziranih obvezniških skladih manjše od ena, nakazujejo, da so bili analizirani skladi manj tvegani kot tržni indeks.

Tabela 9: Osnovni podatki o obvezniških vzajemnih skladih v obdobju 2011–2020

Sklad	$\bar{r}_i$ (v %)	$\bar{r}_m$ (v %)	$\bar{r}_f$ (v %)	$\sigma_i$ (v %)	$\beta_i$	$R_i^2$ (v %)
NLB Podjetniške obveznice	2,24	0,75	0,07	2,67	0,07	15,62
Triglav Obvezniški	1,64	0,75	0,07	3,64	0,10	17,48
Generali Corporate Bonds	0,29	4,99	-0,36	2,56	0,11	44,09
Infond Obvezniški	1,14	0,75	0,07	3,04	0,07	11,34

**Opomba:** povprečni letni donos portfelja ( $\bar{r}_i$ ), povprečni letni donos tržnega portfelja ( $\bar{r}_m$ ), povprečni letni donos netvegane naložbe ( $\bar{r}_f$ ), standardni odklon portfelja sklada ( $\sigma_i$ ), beta portfelja ( $\beta_i$ ), determinacijski koeficient ( $R_i^2$ ).

*Vir: lastno delo.*

Vrednost povprečnega letnega donosa primerljivega tržnega portfelja (prikazana v tabeli 9) je v analiziranem obdobju 2011–2020 znašala 0,75 %. Pri vzajemnem skladu Generali Corporate Bonds pa je vrednost povprečnega donosa tržnega portfelja znašala 4,99 %, saj je bilo njeno obdobje prilagojeno obdobju poslovanja omenjenega sklada. Pri omenjenem skladu je bila vrednost povprečnega donosa tržnega indeksa v primerjavi s preostalimi obvezniškimi skladi zelo visoka, kar je posledica tega, da v izračun ni zajeto leto 2015, ko je tržni indeks SBITOP dosegel donos –11,22 %. Vrednost povprečnega letnega donosa netvegane naložbe je pri analiziranih obvezniških vzajemnih skladih znašala 0,07 %, drugačna vrednost pa je bila zabeležena zgolj pri vzajemnem skladu Generali Corporate Bonds (–0,36 %), saj je bila zopet prilagojena njegovemu obdobju poslovanja. Vrednost povprečnega letnega donosa netvegane naložbe je pri omenjenem skladu nizka zato, ker je bila v obdobju, ki je bil zajet v izračun, netvegana naložba deležna samih negativnih donosov.

V tabeli 10 so predstavljeni rezultati analize uspešnosti poslovanja izbranih obvezniških vzajemnih skladov, ki je narejena na podlagi različnih meril uspešnosti. Pri analiziranih

skladih v tabeli 10 so se vrednosti Sharpovega kazalnika gibale med 0,25 (Generali Corporate Bonds) in 0,81 (NLB Podjetniške obveznice). Na podlagi vrednosti Treynorjevega kazalnika se je uspešnost obvezniških skladov (v tabeli 10) gibala med 5,96 % (Generali Corporate Bonds) in 32,04 % (Infond Obvezniški).

Analizirani obvezniški skladi so se glede na vrednosti Sharpovega kazalnika, ki pri izračunu upošteva celotno tveganje, ki mu je sklad izpostavljen, slabše prilagajali tveganjem na trgu (vrednost < 1). Glede na vrednosti Treynorjevega kazalnika, ki pri izračunu upošteva zgolj sistematično tveganje, pa so se izbrani obvezniški skladi v primerjavi z netvegano naložbo boljše prilagajali tveganjem na trgu.

*Tabela 10: Kazalniki uspešnosti poslovanja obvezniških vzajemnih skladov*

	<b>Sharpov kazalnik</b>	<b>Treynorjev kazalnik (v %)</b>	<b>Jensenova alfa (v %)</b>	<b>Kazalnik RAP (v %)</b>	<b>Informacijski kazalnik</b>
NLB Podjetniške obveznice	0,81	32,04	2,13	12,73	0,87
Triglav Obvezniški	0,43	16,06	1,51	6,78	0,46
Generali Corporate Bonds	0,25	5,96	0,07	3,60	0,03
Infond Obvezniški	0,35	16,29	1,03	5,55	0,36

*Vir: lastno delo.*

Vrednosti Jensenove alfe analiziranih skladov v tabeli 10 so se gibale med 0,07 % (Generali Corporate Bonds) in 2,13 % (NLB Podjetniške obveznice). Ker so bile vrednosti omenjenega kazalnika večje od 0, so se vzajemni skladi oziroma upravitelji portfeljev skladov v preteklosti boljše prilagajali tveganjem oziroma so bili pri izgradnji portfelja (v katere naložbe so investirali) v primerjavi s trgom boljši.

Pri analiziranih skladih v tabeli 10 so se vrednosti kazalnika RAP oziroma donosa, prilagojenega tveganju, gibale med 3,60 % (Generali Corporate Bonds) in 12,73 % (NLB Podjetniške obveznice). Vrednosti informacijskega kazalnika pa med 0,03 (Generali Corporate Bonds) in 0,87 (NLB Podjetniške obveznice). Sklada Generali Corporate Bonds in Infond Obvezniški sta imela vrednosti kazalnika manjše od 0,4 in sta s tem predstavljala slabši naložbi, saj njunim upraviteljem ni uspelo ustvariti presežnih donosov na daljši rok. Sklad Triglav Obvezniški je dosegel vrednosti kazalnika med 0,4 in 0,6 ter s tem predstavljal dobro naložbo, medtem ko je sklad NLB Podjetniške obveznice dosegel vrednost med 0,61 in 1, s čimer je predstavljal odlično naložbo, saj je njegovim upraviteljem uspelo dosežati presežno donosnost v daljšem obdobju.

Vrstni red uspešnosti poslovanja obvezniških vzajemnih skladov je glede na vrednosti Sharpovega kazalnika, Jensenovo alfo, kazalnik RAP in informacijski kazalnik enak. Do

rahlega odstopanja je prišlo pri obvezniških skladih glede na Treynorjev kazalnik, in sicer na drugem in tretjem mestu.

Pri primerjavi poslovanja delniških in obvezniških vzajemnih skladov glede na vrednosti povprečnega letnega donosa v analiziranem 10-letnem obdobju so za investitorje predstavljali boljšo naložbo delniški skladi (sektorji tehnologije, zdravstva in farmacije, ZDA in razvitih trgov), saj so dosegali bistveno višje donose kot obvezniški skladi. Glede na vrednosti skladov v energetiki pa so bili bolj privlačni obvezniški vzajemni skladi, saj so dosegali pozitivne donose. Pri primerjavi gibanja standardnih odklonov so glede na oba tipa analiziranih vzajemnih skladov boljše naložbe predstavljali obvezniški vzajemni skladi, saj so imeli manjšo razpršenost enot okoli povprečja. Pri primerjavi vrednosti beta koeficientov so te bile pri obvezniških vzajemnih skladih nižje v primerjavi z analiziranimi delniškimi vzajemnimi skladi.

#### 4.2.3 Primerjava uspešnosti poslovanja analiziranih delniških in obvezniških vzajemnih skladov glede na izbrana merila uspešnosti

V sklopu analize uspešnosti poslovanja glede na izbrana merila uspešnosti so bili v analizo vključeni vzajemni skladi, razdeljeni v dve skupini, in sicer v skupino delniških skladov, ki so se naprej delili še po sektorjih, ter skupino obvezniških vzajemnih skladov. Na podlagi pridobljenih rezultatov v podpoglavjih 4.2.1 in 4.2.2 sem pripravila primerjavo uspešnosti poslovanja posameznega vzajemnega sklada po izbranih merilih uspešnosti ne glede na tip (delniški/obvezniški sklad) oziroma sektor, ki mu sklad pripada. Vzajemni skladi so v tabeli 11 razvrščeni na podlagi povprečne vrednosti razvrstitve po vseh izbranih kazalnikih. Povprečno vrednost razvrstitve sem izračunala tako, da sem seštela vrednosti (razvrstitve), ki so bile izbranemu vzajemnemu skladu dodeljene pri posameznem kazalniku, nato pa sem te vrednosti delila s številom v analizo vključenih kazalnikov uspešnosti poslovanja (torej 5 – Sharpov in Treynorjev kazalnik, Jensenova alfa, kazalnik RAP, informacijski kazalnik). Pred tem sem pri posameznem kazalniku vrstni red uspešnosti poslovanja določila tako, da sem med seboj primerjala rezultate izbranega kazalnika za vse v analizo vključene vzajemne sklade in jih tako razvrstila od najboljšega, ki je imel vrednost 1, do najslabšega, ki je imel vrednost 23. Vzajemni sklad Triglav Tehnologija je bil zaradi prekratkega obdobja poslovanja izključen iz primerjave rezultatov uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov glede na izbrane kazalnike.

Iz podatkov o uspešnosti poslovanja skladov, ki so prikazani v tabeli 11, sem analizirane vzajemne sklade razvrstila v 3 skupine – vzajemne sklade z visoko uspešnostjo, srednjo uspešnostjo in nizko uspešnostjo. Vzajemne sklade sem v skupine razvrščala tako, da sem najprej izračunala povprečno vrednost (12,00) in standardni odklon (6,50) iz vseh povprečnih vrednosti razvrstitve posameznega sklada (to je iz podatkov v zadnjem stolpcu tabele 11). Nato sem razvrstitev v posamezno skupino določila na naslednji način: vzajemni skladi, katerih povprečne vrednosti razvrstitve so bile za več kot polovico standardnega

odklona višje od povprečne vrednosti razvrstitve vseh skladov, so se uvrstili v skupino skladov z nizko uspešnostjo, vzajemni skladi, katerih povprečne vrednosti razvrstitve so bile za več kot polovico standardnega odklona pod celotno povprečno vrednostjo, so se uvrstili v skupino skladov z visoko uspešnostjo, v skupino vzajemnih skladov s srednjo uspešnostjo pa so se uvrstili skladi z vmesnimi povprečnimi vrednostmi. Pri razvrščanju vzajemnih skladov v omenjene skupine sem uporabila enak pristop, kot so ga uporabili v raziskavi Istenič, Vargha in Sambt (2019). Z razvrščanjem skladov v omenjene skupine sem poleg razvrščanja skladov od najbolj do najmanj uspešnega poskušala še ugotoviti, kateri izmed analiziranih sektorjev skladov so bili v analiziranem obdobju najboljši.

V skupino vzajemnih skladov z visoko uspešnostjo so se iz tabele 11 uvrstili vzajemni skladi Infond Tehnologija, Generali Tehnologija, NLB Visoka Tehnologija, Triglav Zdravje in farmacija, NLB Farmacija in zdravstvo, Generali Vitalnost, Infond Zdravstvo in Triglav Severna Amerika. Glede na rezultate kazalnikov uspešnosti poslovanja so bili najmanj uspešni naslednji skladi: Triglav Obvezniški, Infond Obvezniški, Generali Corporate Bonds, Generali Globalni, NLB Naravni viri, Triglav Naravni viri, Generali Surovine in energija ter Infond Surovine in energija. Vzajemni skladi NLB Podjetniške obveznice, NLB ZDA, Generali Amerika, Infond ZDA, NLB Svetovni razviti trgi, Triglav Svetovni razviti trgi in Infond razviti trgi so bili deležni povprečne uspešnosti poslovanja, kar pomeni, da so bili slabši od vzajemnih skladov v skupini visoke uspešnosti in boljši od skladov v skupini nizke uspešnosti poslovanja.

Pri primerjavi uspešnosti poslovanja analiziranih skladov glede na izbrana merila uspešnosti in razvrščanje v skupine sem ugotovila, da so bili med vsemi analiziranimi sektorji vzajemnih skladov najuspešnejši skladi v sektorju tehnologije. Ti skladi so se glede na vsa izbrana merila uspešnosti (Sharpov in Treynorjev kazalnik, Jensenovo alfo, kazalnik RAP, informacijski kazalnik) uvrstili na prva mesta oziroma mesta najuspešnejših vzajemnih skladov. Med skladi omenjenega sektorja je bil najuspešnejši sklad Infond Tehnologija, ki je glede na izbrane kazalnike uspešnosti dosegel 1. mesto, nato je sledil sklad Generali Tehnologija (2. mesto) in kot zadnji v tem sektorju sklad NLB Visoka tehnologija (3. mesto).

Poleg skladov iz sektorja tehnologije so dobre rezultate dosegli tudi vsi vzajemni skladi v sektorju zdravstva in farmacije, med katerimi je bil najuspešnejši sklad Triglav Zdravje in farmacija, saj je med vsemi analiziranimi skladi dosegel 4. mesto. Iz omenjenega sektorja je bil drugi najboljši sklad NLB Farmacija in zdravstvo (5. mesto), nato sta sledila sklada Infond Zdravstvo (6. mesto) in Generali Vitalnost (8. mesto). Iz sektorja ZDA se je med najuspešnejše vzajemne sklade uvrstil zgolj en sklad – Triglav Severna Amerika (7. mesto), preostali skladi omenjenega sektorja so glede na uspešnost poslovanja v izbranem obdobju dosegli povprečne rezultate.

Tabela 11: Vrstni red uspešnosti poslovanja analiziranih vzajemnih skladov glede na kazalnike uspešnosti

Sektor	Vzajemni sklad	Sharpov kazalnik	Treynorjev kazalnik	Jensenova alfa	Kazalnik RAP	Informacijski kazalnik	Povprečje razvrstitve
Tehnologija	Infond Tehnologija	1	5	1	1	1	1,8
	Generali Tehnologija	2	2	2	2	2	2,0
	NLB Visoka tehnologija	3	9	3	3	3	4,2
Zdravstvo, farmacija	Triglav Zdravje in farmacija	4	1	7	4	8	4,8
	NLB Farmacija in zdravstvo	5	4	6	5	5	5,0
	Infond Zdravstvo	7	3	5	7	6	5,6
ZDA	Triglav Severna Amerika	6	8	4	6	4	5,6
Zdravstvo, farmacija	Generali Vitalnost	9	7	9	9	7	8,2
Obvezniški	NLB Podjetniške obveznice	8	6	16	8	9	9,4
ZDA	Infond ZDA	12	10	8	11	10	10,2
	Generali Amerika	10	11	10	10	11	10,4
	NLB ZDA	11	12	12	12	14	12,2
Razviti trgi	Infond Razviti trgi	13	14	11	13	12	12,6
	Triglav Svetovni razviti trgi	14	13	13	14	13	13,4
	NLB Svetovni razviti trgi	15	17	14	15	15	15,2
Obvezniški	Triglav Obvezniški	16	16	17	16	16	16,2
	Infond Obvezniški	17	15	18	17	17	16,8
Razviti trgi	Generali Globalni	18	18	15	18	18	17,4
Obvezniški	Generali Corporate Bonds	19	19	19	19	19	19,0
Energetika	Generali Surovine in energija	20	20	20	20	20	20,0
	NLB Naravni viri	21	21	21	21	21	21,0
	Infond Surovine in energija	22	23	22	22	22	22,2
	Triglav Naravni viri	23	22	23	23	23	22,8

**Opomba:** 1 – najuspešnejši vzajemni sklad, 23 – najmanj uspešen vzajemni sklad.

*Vir: lastno delo.*



Večina analiziranih vzajemnih skladov iz sektorja razvitih trgov se je glede na uspešnost poslovanja, tako kot skladi v sektorju ZDA, uvrstila v skupino skladov s srednjo uspešnostjo. Iz omenjenega sektorja se v skupino skladov s srednjo uspešnostjo ni uvrstil le sklad Generali Globalni. Ta se je glede na podatke uvrstil v skupino skladov z nizko uspešnostjo. Med skladi v omenjenem sektorju je bil po podatkih izbranih meril uspešnosti najuspešnejši sklad Infond Razviti trgi, ki se je v tabeli 11 glede na vse analizirane vzajemne sklade uvrstil na 13. mesto. Nato so sledili skladi Triglav Svetovni razviti trgi (14. mesto), NLB Svetovni razviti trgi (15. mesto) in Generali Globalni, ki je izmed analiziranih skladov v sektorju razvitih trgov posloval najslabše, saj je zasedel 18. mesto in se s tem uvrstil v skupino skladov z nizko uspešnostjo poslovanja.

Tudi obvezniški vzajemni skladi so bili razporejeni v dve skupini uspešnosti poslovanja skladov. Vzajemni sklad NLB Podjetniške obveznice se je po rezultatih kazalnikov uvrstil v skupino skladov s srednjo uspešnostjo poslovanja in med vsemi analiziranimi vzajemnimi skladi dosegel 9. mesto. Preostali obvezniški skladi so se uvrstili v skupino skladov z nizko uspešnostjo poslovanja in se glede na rezultate analiziranih vzajemnih skladov po izbranih merilih uspešnosti uvrstili na 16. (Triglav Obvezniški), 17. (Infond Obvezniški) in 19. mesto (Generali Corporate Bonds).

Med vsemi analiziranimi vzajemnimi skladi so najslabše rezultate po kazalnikih dosegli skladi iz sektorja energetike. Med skladi v sektorju energetike se je najboljši odrezal sklad Generali Surovine in energija, ki je glede na vse vzajemne sklade dosegel 20. mesto, nato so sledili skladi NLB Naravni viri (21. mesto), Infond Surovine in energija (22. mesto) ter Triglav Naravni viri (23. mesto).

### **4.3 Rezultati analize tržnega deleža**

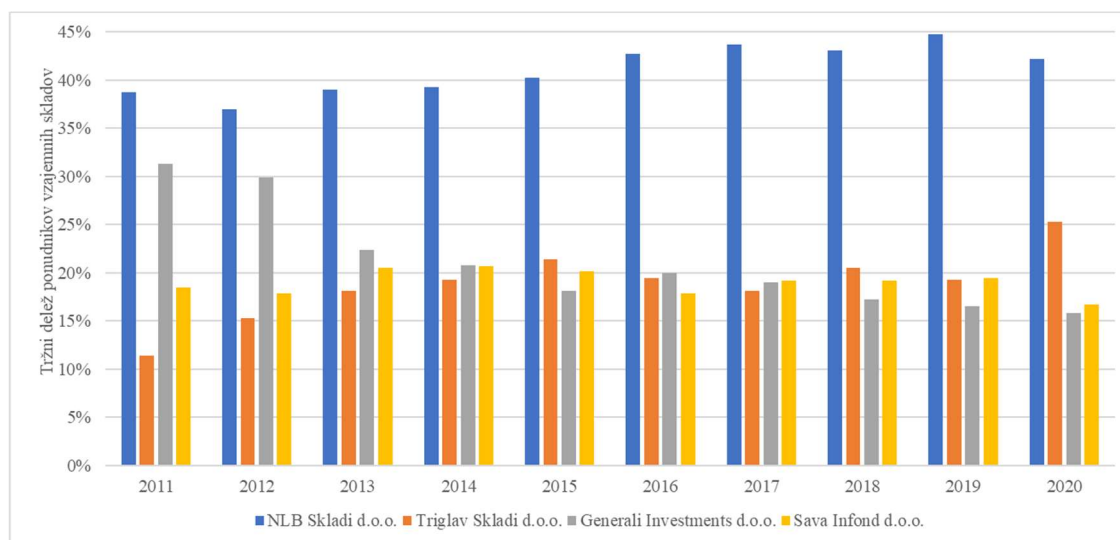
Za analizirane ponudnike vzajemnih skladov (NLB Skladi, d. o. o., Triglav Skladi, d. o. o., Generali Investments, d. o. o., Sava Infond, d. o. o.) sem za obdobje 2011–2020 naredila tudi analizo gibanja tržnega deleža. Na rast tržnega deleža posameznega ponudnika vzajemnih skladov sicer vplivajo vsi skladi, ki jih imajo družbe v ponudbi. Za namene magistrskega dela pa sem se osredotočila zgolj na primerjavo tržnega deleža, sestavljenega le iz sredstev skladov, ki so bili zajeti v analizo uspešnosti poslovanja (podpoglavje 4.2). Analiza tržnega deleža je bila tako omejena le na trg, ki so ga predstavljali analizirani skladi, kar mi je omogočilo neposredno primerjavo uspešnosti poslovanja analiziranih vzajemnih skladov glede na izbrana merila uspešnosti z gibanjem njihove skupne ČVS v analiziranem obdobju (to je z izračunanim tržnim deležem).

S pomočjo analize tržnega deleža, ki je predstavljena v tabeli 12, sem preverila, ali obstaja povezava med tržno uspešnostjo izbranih ponudnikov vzajemnih skladov in uspešnostjo poslovanja njihovih v analizo zajetih vzajemnih skladov. Tržni delež analiziranih ponudnikov vzajemnih skladov sem v posameznem letu analiziranega obdobja izračunala tako, da sem vsoto ČVS analiziranih skladov izbranega ponudnika delila s ČVS celotnega

analiziranega trga. Pri tem je ČVS celotnega analiziranega trga predstavljal seštevek ČVS vseh analiziranih skladov, ki sem jih v izbranem letu pri posameznem ponudniku vključila v analizo. Podatki o gibanju letnih ČVS analiziranih vzajemnih skladov so prikazani v prilogi 3.

Iz slike 2 je razvidno letno gibanje tržnega deleža analiziranih ponudnikov v izbranem 10-letnem obdobju. V celotnem analiziranem obdobju 2011–2020 je na podlagi analiziranih vzajemnih skladov imel največji tržni delež ponudnik NLB Skladi, d. o. o. K tako visokemu tržnemu deležu omenjenega ponudnika so največ doprinesli vzajemni sklad NLB Podjetniške obveznice, NLB Svetovni razviti trgi ter NLB Farmacija in zdravstvo, v zadnjem letu analiziranega obdobja pa je na visoko vrednost pomembno vplival še sklad NLB Visoka tehnologija.

Slika 2: Gibanje tržnega deleža ponudnikov analiziranih vzajemnih skladov, 2011–2020 (v %)



Vir: Generali Krovni sklad (2021); KBM Infond (2013), KBM Infond (2015), KBM Infond (2017), KBM Infond (2019); KD Delniški dohodkovni (2013), KD Krovni sklad (2013), KD Krovni sklad (2015), KD Krovni sklad (2017), KD Krovni sklad (2019); NLB Skladi (2013), NLB Skladi (2015), NLB Skladi (2017), NLB Skladi (2019), NLB Skladi (2021a); Sava Infond (2021a); Triglav Skladi (2013), Triglav Skladi (2015), Triglav Skladi (2016), Triglav Skladi (2017), Triglav Skladi (2018), Triglav Skladi (2019), Triglav Skladi (2021b).

Položaj drugega, po tržnem deležu največjega ponudnika pa se je, kot je razvidno iz slike 2, skozi analizirana leta spreminjal. V obdobju 2011–2014 in v letu 2016 je bila druga največja družba Generali Investments, d. o. o. K njeni rasti sta v obdobju 2011–2014 največ pripomogla vzajemna sklada Generali Globalni in Generali Vitalnost, leta 2016 pa tudi sklad Generali Tehnologija. V letih 2015, 2018 in 2020 je drugega največjega ponudnika skladov predstavljala družba Triglav Skladi, d. o. o. K vrednosti tržnega deleža tega ponudnika so v omenjenih letih največ pripomogli vzajemni skladi Triglav Svetovni razviti trgi, Triglav

Obvezniški ter Triglav Zdravje in farmacija. V letih 2017 in 2019 pa se je na mesto drugega največjega ponudnika analiziranih vzajemnih skladov uvrstila družba Sava Infond, d. o. o. K njeni rasti so največ pripomogli vzajemni skladi Infond Razviti trgi, Infond Tehnologija in Infond Zdravstvo.

V skupnem obsegu sredstev so bili med izbranimi ponudniki vzajemnih skladov vzajemni skladi ponudnika Triglav Skladi, d. o. o., glede na tržni delež v obdobju 2011–2014 in leta 2017 uvrščeni na zadnje mesto. V preostalih letih analiziranega obdobja pa je skupna vsota ČVS vzajemnih skladov omenjenega ponudnika uvrstila družbo Triglav Skladi na višje mesto po tržnem deležu – na drugo (leta 2015, 2018, 2020) in tretje (leta 2016, 2019). Na podlagi omenjenega sem ugotovila, da je na uvrstitev družbe Triglav Skladi, d. o. o., na zadnje mesto po tržnem deležu imel največji vpliv skupni obseg ČVS analiziranih vzajemnih skladov vseh izbranih ponudnikov na začetku analiziranega 10-letnega obdobja, torej v letih 2011–2014. Na takšno uvrstitev družbe Triglav Skladi, d. o. o., po tržnem deležu je vplivalo tudi to, da družba v analizo ni imela vključenega sklada iz sektorja tehnologije.

Ponudnike vzajemnih skladov sem v tabeli 12 razvrstila po tržnem deležu tako, da sem iz letnih vrednosti tržnega deleža za obdobje 2011–2020 izračunala povprečno vrednost posameznega ponudnika. Pri rangiranju vzajemnih skladov glede na uspešnost poslovanja pa sem izhajala iz rezultatov, predstavljenih v tabeli 11. Pri posameznem ponudniku vzajemnih skladov sem skupno povprečje uspešnosti poslovanja izbranih skladov glede na kazalnike uspešnosti izračunala iz povprečnih vrednosti kazalcev razvrstitve, ki so prikazane v zadnjem stolpcu tabele 11. Uspešnost poslovanja posameznega ponudnika glede na posamezni kazalec pa sem izračunala tako, da sem pri vsakem kazalniku med seboj seštel vrednosti, ki so bile dodeljene skladom izbranega ponudnika (podane v tabeli 11), in nato na podlagi pridobljenih vrednosti izračunala povprečje. Omenjeni postopek sem ponovila pri vseh kazalnikih uspešnosti poslovanja (Sharpovem in Treynorjevem kazalniku, Jensenovi alfi, kazalniku RAP, informacijskem kazalniku) Na podlagi pridobljenih povprečij sem nato razvrstila družbe od najbolj (1) do najmanj uspešne (4), kot je prikazano v tabeli 12.

Največji del trga je v analiziranem obdobju 2011–2020 z izbranimi vzajemnimi skladi prevzela družba NLB Skladi, d. o. o. Na drugo mesto se je glede na gibanje tržnega deleža uvrstila družba Generali Investments, d. o. o., nato je sledila družba Sava Infond, d. o. o., in na zadnjem mestu družba Triglav Skladi, d. o. o. Pri razvrščanju analiziranih družb glede na uspešnost poslovanja njihovih v analizo zajetih vzajemnih skladov je bil vrstni red družb z vrstnim redom glede na tržni delež enoten zgolj pri prvem mestu; na prvo mesto se je torej uvrstila družba NLB Skladi, d. o. o., sledila je družba Sava Infond, d. o. o., na tretjem mestu družba Triglav Skladi, d. o. o., in šele na četrtem mestu družba Generali Investments, d. o. o.

*Tabela 12: Rangiranje družb za upravljanje po tržnem deležu in uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov*

	Tržni delež	Uspešnost poslovanja vzajemnih skladov					
		Sharpov kazalnik	Treynorjev kazalnik	Jensenova alfa	Kazalnik RAP	Informacijski kazalnik	Povprečje kazalnikov
NLB Skladi	1	1	1	2	1	1	1,2
Generali Investm.	2	4	4	3	4	4	3,8
Sava Infond	3	2	2	1	2	2	1,8
Triglav Skladi	4	3	3	4	3	3	3,2

*Vir: lastno delo.*

Pri primerjavi rangiranja izbranih družb glede na kazalnike uspešnosti v tabeli 12 so analizirani vzajemni skladi ponudnika Triglav Skladi, d. o. o., v skupnem seštevku celotnega 10-letnega obdobja dosegli bistveno boljše rezultate kot vzajemni skladi ponudnika Generali Investments, d. o. o., ki so bili po skupni vrednosti kazalnikov uvrščeni na zadnje, četrto mesto. Iz primerjave rangiranja družb za upravljanje po tržnem deležu in po kazalnikih uspešnosti poslovanja je razvidno, da je glavni razlog pri manjšem tržnem deležu družbe Triglav Skladi, d. o. o., predstavljala manjša skupna vsota ČVS analiziranih skladov. Na manjši obseg sredstev skladov ponudnika Triglav Skladi, d. o. o., v celotnem analiziranem obdobju je lahko vplivalo pomanjkanje sklada Triglav Tehnologija, v obdobju 2011–2014 pa so na to lahko vplivali predvsem premajhna ozaveščenost potencialnih investorjev o izbranih produktih, investiranje sredstev izbranih vzajemnih skladov v nedonosne naložbe, premajhna razpršenost sredstev izbranih vzajemnih skladov omenjenega ponudnika ali premajhen obseg promocijskih akcij o izbranih skladih ali pa je to bila zgolj posledica prevelikega obsega alternativnih skladov preostalih družb za upravljanje (ATVP, 2012; ATVP, 2013; ATVP, 2015).

Na podlagi izvedene analize tržnega deleža, ki je predstavljena v tabeli 12, sem ugotovila, da povezava med tržnim deležem družbe in uspešnostjo poslovanja vzajemnih skladov izbranega ponudnika obstaja zgolj do določene mere. Rangiranje analiziranih ponudnikov vzajemnih skladov po tržnem deležu in uspešnosti poslovanja njihovih v analizo zajetih vzajemnih skladov je bilo namreč enotno zgolj pri prvem mestu. Ugotovila sem, da je bil ponudnik vzajemnih skladov, ki je imel najvišji tržni delež, najuspešnejši tudi po izbranih merilih uspešnosti poslovanja – gre za družbo NLB Skladi, d. o. o. Pri preostalih ponudnikih skladov, torej Generali Investments, d. o. o., Sava Infond, d. o. o., in Triglav Skladi, d. o. o., pa nisem ugotovila jasne povezave med rangiranjem po tržnem deležu in kazalnikih uspešnosti poslovanja.

## 5 DISKUSIJA

V magistrskem delu sem se osredotočila na dve vrsti vzajemnih skladov, in sicer na delniške in obvezniške vzajemne sklade. Investitorji, ki investirajo v delniške vzajemne sklade, naj bi bili tveganju bolj naklonjeni, saj sredstva teh skladov pogosteje nihajo. Obvezniški vzajemni skladi pa veljajo za varnejše naložbe, saj njihova sredstva ne nihajo pogosto in so tako namenjeni vlagateljem, ki so tveganju bolj nenaklonjeni (Lubej & Stanonik, 2009; Mahdzab, Zainudin & Yoong, 2020).

V Sloveniji je v obdobju 2003–2006 opaziti znatno rast števila vlagateljev v vzajemne sklade, do česar je prišlo predvsem zaradi ugodnih donosov vrednostnih papirjev, ki so bili takrat prisotni na Ljubljanski borzi in zaradi sprememb varčevalnih navad investorjev, ki so svoje prihranke začeli premeščati iz nizko donosnih bančnih vlog v donosnejše sklade. V času finančne krize (2008–2013) se je rast števila vlagateljev upočasnila. K ponovni rasti skupnega števila vlagateljev od leta 2014 dalje so pripomogli spodbudne razmere na finančnih trgih in znižanje obrestnih mer bančnih vlog, saj se je to odražalo v višjih donosih vzajemnih skladov (ATVP, 2016; ATVP, 2021).

V magistrskem delu sem analizirala uspešnost poslovanja izbranih vzajemnih skladov v obdobju 2011–2020 in na tak način poskušala odgovoriti na prvo raziskovalno vprašanje: kakšno je rangiranje vzajemnih skladov glede na izbrane kazalce uspešnosti skladov? Uspešnost poslovanja skladov se je merila s pomočjo naslednjih kazalnikov: Sharpovega in Treynorjevega kazalnika, Jensenove alfe, kazalnika RAP in informacijskega kazalnika. V analizo je bilo skupno zajetih 24 vzajemnih skladov, od tega 20 delniških skladov in 4 obvezniški vzajemni skladi. Vzajemni skladi, ki so bili zajeti v analizo, so pripadali naslednjim družbam: NLB Skladi, d. o. o., Triglav Skladi, d. o. o., Generali Investments, d. o. o., in Sava Infond, d. o. o.

V posameznem letu analiziranega obdobja 2011–2020 so letni donosi v analizo zajetih vzajemnih skladov močno nihali. Na začetku proučevanega obdobja so vzajemni skladi beležili zelo nizke donose, večina je imela celo negativne. Leta 2011 je zaradi prisotnosti finančne krize še vedno veljala negotovost na finančnih trgih – rast zahtevane stopnje donosa, pojav likvidnostnega krča, upad števila vrednostnih papirjev, s katerimi se je trgovalo na Ljubljanski borzi, in podobno; posledice pojava krize so se odražale v obliki negativnih rezultatov tako evropskih indeksov kot tudi donosov izbranih analiziranih vzajemnih skladov (ATVP, 2012; KBM Infond, 2012). Večji upad donosnosti so skladi beležili še v letih 2018 in 2020. Večina vzajemnih skladov, razen skladi iz sektorja zdravstva in farmacije in sklad Infond Tehnologija, so v letu 2018 glede na leto 2017 beležili negativne donosnosti. Na omenjeno sta vplivala predvsem pojav izstop Združenega kraljestva Velike Britanije in Severne Irske iz Evropske unije (angl. British exit – brexit) in z njim povezana trgovinska vojna med ZDA in Kitajsko (Generali Investments, 2019; Sava Infond, 2019). Na upad donosov skladov iz leta 2020 glede na leto 2019 pa so vplivali predvsem pojav

pandemije covid-19 in z njo povezani ukrepi, ki so vplivali predvsem na podjetja (ATVP, 2021).

Po podatkih o povprečnem letnem donosu 10-letnega obdobja so negativne donose dosegli zgolj štirje analizirani vzajemni skladi, vsi iz sektorja energetike (med  $-6,32$  in  $-2,33$  %). Vrednosti povprečnega letnega donosa v analiziranem 10-letnem obdobju je med 0 in 10 % imelo deset skladov – vsi obvezniški skladi in vsi skladi v sektorju razvitih trgov, en sklad iz sektorja ZDA (Infond ZDA) ter en sklad iz sektorja zdravstva in farmacije (Generali Vitalnost). V skupini vzajemnih skladov, katerih vrednosti omenjenega donosa so se gibale med 10 in 20 %, je bilo devet vzajemnih skladov – vsi vzajemni skladi v sektorju tehnologije, trije skladi iz sektorja zdravstva in farmacije (NLB Farmacija in zdravstvo, Infond Zdravstvo, Triglav Zdravje in farmacija) ter trije vzajemni skladi sektorja ZDA (NLB ZDA, Generali Amerika, Triglav Severna Amerika).

Vzajemni skladi v sektorju energetike so bili v analiziranem obdobju 2011–2020 zaradi negativnih donosov in visokih vrednosti standardnega odklona med najbolj tveganimi. Posledično so ti skladi predstavljali investitorjem slabše oziroma manj privlačne naložbe. Posledice dogajanja v svetovnem gospodarstvu in na finančnih trgih so se pri analiziranih skladih iz sektorja energetike odražale prek nihanja ponudbe in povpraševanja energentov (nafta, zemeljski plin, ruda in podobno) ter posledično gibanja njihovih cen. V analiziranem obdobju so na gibanje cene nafte vplivali različni dogodki, kot so bili leta 2011 potres na Japonskem, pojav dolžniške krize, ohlajanje svetovnega gospodarstva, manjše potrebe razvitih in razvijajočih se gospodarstev po surovinah, velike korekcije vrednosti surovin (železove rude, surove nafte in podobno), napetosti med ZDA in Kitajsko, različni geopolitični dogodki ter pojav epidemije covid-19 (ATVP, 2012; ATVP, 2013; ATVP, 2015; ATVP, 2017; ATVP, 2019; ATVP, 2021).

Poleg sektorja energetike so v obdobju 2011–2020 dogajanja v svetovnem gospodarstvu in na finančnih trgih prav tako imela znaten vpliv, a v tem primeru pozitiven, na poslovanje vzajemnih skladov v sektorjih tehnologije ter zdravstva in farmacije. Glavno gonilo gibanja donosov pri vzajemnih skladih v sektorju tehnologije je v analiziranem obdobju 2011–2020 predstavljalo prenos poslovanja podjetij na mobilno področje, natančneje na poslovanje v oblaku, kar je podjetjem v različnih panogah omogočilo zmanjšati stroške. Najpomembnejši trend pa je v celotnem obdobju predstavljala sprememba navad potrošnikov in podjetij, kar je vplivalo predvsem na zvišano povpraševanje po osebnih računalnikih, pametnih telefonih in tablicah. Zvišanje povpraševanja je bilo znatno predvsem leta 2020, ko se je začela pandemija covid-19 in so se potrebe po pripomočkih za delo od doma in novih komunikacijskih poteh občutno povečale (Generali Krovni sklad, 2021; KBM Infond, 2012; KBM Infond, 2014; KBM Infond, 2016; KBM Infond, 2018; KBM Infond, 2019; KD Krovni sklad, 2012; KD Krovni sklad, 2014; KD Krovni sklad, 2016; KD Krovni sklad, 2018; KD Krovni sklad, 2019; NLB Skladi, 2012; NLB Skladi, 2014; NLB Skladi, 2016; NLB Skladi, 2018; NLB Skladi, 2019; NLB Skladi, 2021a; Sava Infond, 2021a; Triglav Skladi, 2012;

Triglav Skladi, 2014; Triglav Skladi, 2016; Triglav Skladi, 2018; Triglav Skladi, 2019a; Triglav Skladi, 2021b).

Na ugodno poslovanje podjetij v sektorju zdravstva in farmacije so vplivali predvsem globalno zvišanje povpraševanja po zdravilih, javne razprave o upravičenosti visokih cen zdravil, staranje prebivalstva v razvitem svetu, močna konkurenca med proizvajalci zdravil, povečanje razpoložljivega dohodka na prebivalca v razvitem svetu, leta 2020 pa je med drugim imela močan vpliv novica o cepivu za covid-19. Poleg tega naj bi sektor zdravstva in farmacije predvsem v času recesije veljal za defenzivni sektor, saj na ta sektor dogajanja na trgu ne vplivajo tako močno kot na primer na sektor energetike. Prav tako vrednostni papirji podjetij v sektorju zdravstva ne nihajo tako močno kot v preostalih sektorjih vzajemnih skladov (Generali Krovni sklad, 2021; KBM Infond, 2012; KBM Infond, 2014; KBM Infond, 2016; KBM Infond, 2018; KBM Infond, 2019; KD Krovni sklad, 2012; KD Krovni sklad, 2014; KD Krovni sklad, 2016; KD Krovni sklad, 2018; KD Krovni sklad, 2019; NLB Skladi, 2012; NLB Skladi, 2014; NLB Skladi, 2016; NLB Skladi, 2018; NLB Skladi, 2019; NLB Skladi, 2021a; Sava Infond, 2021a; Triglav Skladi, 2012; Triglav Skladi, 2014; Triglav Skladi, 2016; Triglav Skladi, 2018; Triglav Skladi, 2019a; Triglav Skladi, 2021b).

Izmed 24 analiziranih vzajemnih skladov sta se glede na vrednosti Sharpovega kazalnika (ki meri uspešnost prilagajanja vzajemnega sklada njegovemu tveganju) tveganjem dobro prilagajala zgolj dva vzajemna sklada – Infond Tehnologija in Generali Tehnologija, katerih vrednosti kazalnika so se gibale med 1,10 in 1,14. Pri preostalih skladih so se vrednosti Sharpovega kazalnika gibale med -0,34 in 0,98; slednje pomeni, da so se skladi v izbranem obdobju slabo prilagajali tveganjem. Nizke vrednosti omenjenega kazalnika in preostalih kazalnikov za ugotavljanje uspešnosti poslovanja skladov so bile pri analiziranih skladih odraz pestrih dogajanj na finančnih trgih v obdobju 2011–2020. Dogajanja na trgih so se pri skladih odražala v nižjem povprečnem letnem donosu 10-letnega obdobja in v večji spremenljivosti donosov, ki je bila izražena v višjih vrednostih standardnega odklona, kar pa se je odrazilo v nizkih vrednostih Sharpovega kazalnika. V raziskavi Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005) so se vrednosti Sharpovega kazalnika analiziranih slovenskih vzajemnih skladov (v obdobju 1. 1. 1997–31. 12. 2003) gibale med 1,43 in 2,19. V raziskavi Podobnika, Balna, Jagriča in Kolanovića (2007) pa so se pri analiziranih slovenskih vzajemnih skladih (v obdobju 31. 12. 1999–31. 8. 2006) vrednosti Sharpovega kazalnika gibale med 0,72 in 1,53. Z vidika Sharpovega kazalnika se je večina analiziranih slovenskih vzajemnih skladov, ki so jih vključili v analizo pri omenjenih raziskavah, dobro prilagajala tveganjem oziroma so glede na analizirana obdobja dobro poslovali.

V izvedeni analizi so se vrednosti Treynorjevega kazalnika (ki meri uspešnost poslovanja sklada glede na primerljivo netvegano naložbo) analiziranih vzajemnih skladov gibale med -0,07 in 0,40. Vrednosti Treynorjevega kazalnika so se pri analiziranih skladih v raziskavi Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005) gibale med 0,22 in 0,40; v raziskavi Podobnika, Balna, Jagriča in Kolanovića (2007) pa med 0,13 in 0,37. Pri primerjavi

pridobljenih vrednosti Treynorjevega kazalnika z vrednostmi kazalnika v raziskavah Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005) ter Podobnika, Balna, Jagriča in Kolanovića (2007) sem ugotovila, da so bili določeni analizirani vzajemni skladi iz moje analize (sklad Triglav Zdravje in farmacija) ter raziskave Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005) (sklad Alpha) učinkovitejši in uspešneje upravljani glede na analizirane slovenske vzajemne sklade v raziskavi Podobnika, Balna, Jagriča in Kolanovića (2007), saj so dosegli višje rezultate omenjenega kazalnika. Vrednosti beta koeficienta so bile tako v izvedeni analizi kot v predhodno omenjenih raziskavah manjše od 1, saj so bili skladi v večini uravnoteženi (sredstva investirana v različne oblike naložb).

Pri razvrščanju vzajemnih skladov po Sharpovem in Treynorjevem kazalniku, od najboljšega do najslabšega, sem ugotovila, da je pri omenjenih kazalnikih vrstni red v večini primerov enoten. Slednje so ugotovili tudi v raziskavi Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005) ter Podobnika, Balna, Jagriča in Kolanovića (2007). Eden izmed razlogov, da prihaja do odstopanj v vrstnem redu skladov, je uporaba različnih tveganj; Sharpov kazalnik namreč upošteva celotno tveganje sklada (sistematično in nesistematično), Treynorjev kazalnik pa le sistematično tveganje. Vsekakor velja, da oba kazalnika dobro razpršene sklade podobno uvrstita.

Večina v analizo zajetih obvezniških in delniških vzajemnih skladov v obdobju 2011–2020 je imela vrednosti Jensenove alfe, ki meri uspešnost prilagajanja portfelja vzajemnega sklada tveganjem, ki jim je izpostavljen, pozitivne. Pozitivne vrednosti Jensenove alfe so prav tako zabeležili pri analiziranih vzajemnih skladih v raziskavi Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005) ter Podobnika, Balna, Jagriča in Kolanovića (2007). To pomeni, da so bili upravitelji analiziranih skladov v obdobju 2011–2020 v primerjavi s tržnim indeksom pri izbiri vrednostnih papirjev, v katere je posamezen vzajemni sklad investiral, boljši. Negativne vrednosti Jensenove alfe so v moji analizi dosegli zgolj vzajemni skladi v sektorju energetike, kar pomeni, da so bili upravitelji pri skladih v omenjenem sektorju pri izbiri tržnih delnic slabši od primerjalnega tržnega indeksa (SBITOP).

Analiziranim vzajemnim skladom so se v obdobju 2011–2020 vrednosti kazalnika RAP (ki primerja uspešnost poslovanja sklada glede na portfelj tržnega indeksa) gibale med 3,60 % in 17,73 %, negativne vrednosti kazalnika pa so imeli skladi iz sektorja energetike (od –5,34 % do –1,90 %). V raziskavi Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005) so v analizo vključeni vzajemni skladi zavzeli vrednosti omenjenega kazalnika med 2,90 % in 14 %. Donosi, prilagojeni tveganju, so bili v obeh raziskavah podobni; določeni vzajemni skladi v analiziranem obdobju 2011–2020 (NLB Visoka tehnologija, Generali Tehnologija, Infond Tehnologija) pa so kljub temu predstavljali investitorjem višje tveganju prilagojene donose.

Pri informacijskem kazalniku (ki meri uspešnost poslovanja sklada na daljši rok) so se vrednosti kazalnika pri analiziranih vzajemnih skladih gibale med 0,03 in 1,31, pri skladih v sektorju energetike pa med –0,90 in –0,17. V raziskavi Jagriča, Kolanovića, Podobnika in Straška (2005) so se pri analiziranih skladih vrednosti omenjenega kazalnika gibale med



0,77 in 2,11, pri Podobniku, Balnu, Jagriču in Kolanoviću (2007) pa med 0,27 in 1,39. Skladi, ki so imeli vrednosti kazalnika višje od 1, so investitorjem predstavljali več kot odlične naložbe, saj so uspeli ustvarjati presežne donose v daljšem časovnem obdobju; prav tako so ti skladi bili v primerjavi s trgom glede na tveganja, ki so jim bili izpostavljeni, dovolj nagrajani. V moji analizi so to bili vsi vzajemni skladi iz sektorja tehnologije.

Primerjavo uspešnosti poslovanja analiziranih obvezniških in delniških vzajemnih skladov sem naredila na podlagi povprečne vrednosti razvrstitve skladov po vseh izbranih merilih uspešnosti poslovanja (Sharpov in Treynorjev kazalnik, Jensenovo alfo, kazalnik RAP in informacijski kazalnik). Na podlagi povprečnih vrednosti razvrstitve skladov po izbranih kazalnikih sem analizirane sklade razvrstila v tri skupine (vzajemne sklade z visoko, srednjo in nizko uspešnostjo). Na podlagi narejene primerjave uspešnosti poslovanja sem lahko odgovorila na prvo raziskovalno vprašanje o rangiranju vzajemnih skladov glede na izbrane kazalce uspešnosti poslovanja.

Med vsemi analiziranimi vzajemnimi skladi so glede na izbrana merila uspešnosti imeli najboljše rezultate vzajemni skladi v sektorju tehnologije, ki so spadali v skupino skladov z visoko uspešnostjo. Najuspešnejši sklad v omenjenem sektorju je bil sklad Infond Tehnologija. Poleg sektorja tehnologije so dobre rezultate dosegli tudi skladi v sektorjih zdravstva in farmacije ter ZDA. Najslabše naložbe so predstavljali analizirani vzajemni skladi v sektorju energetike, katerih portfelji so bili deležni negativnih donosov in so posledično dosegli relativno slabe vrednosti izbranih kazalnikov. Skladi v omenjenem sektorju so se uvrstili v skupino skladov z nizko uspešnostjo. Vzajemni skladi iz sektorja razvitih trgov in obvezniški skladi pa so glede na uspešnost poslovanja dosegli povprečne rezultate in se tako uvrstili v skupino skladov s srednjo uspešnostjo.

Odgovor na drugo raziskovalno vprašanje, torej ali obstaja povezava med tržnim deležem in uspešnostjo izbranih vzajemnih skladov, sem pridobila s pomočjo izvedbe analize tržnega deleža in uporabo rezultatov analize uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov, ki sem jo potrebovala že pri odgovoru na prvo raziskovalno vprašanje.

Pri vzajemnih skladih, ki so bili zajeti v analizo, je skupni obseg ČVS v letu 2011 znašal 191,30 milijona EUR, v zadnjem letu analize pa 1,02 milijarde EUR. K tako visokemu skupnemu obsegu ČVS analiziranih skladov v izbranem obdobju 2011–2020 so med vsemi analiziranimi vzajemnimi skladi izbranih ponudnikov največ doprinesli skladi družbe NLB Skladi, d. o. o. Skladi omenjenega ponudnika so v primerjavi s preostalimi skladi imeli višji obseg ČVS, kar je lahko glede na preostale sklade analiziranih ponudnikov posledica večjega števila enot premoženja v obtoku in večje donosnosti naložb, v katere posamezni vzajemni skladi omenjenega ponudnika investirajo sredstva.

Povprečna vrednost sredstev analiziranih vzajemnih skladov na prebivalca Republike Slovenije je v prvem letu proučevanega obdobja znašala približno 93,10 EUR, nato pa je skozi čas povprečna vrednost sredstev na prebivalca rastla in v zadnjem letu analiziranega

obdobja dosegla vrednost 476,53 EUR na prebivalca. V obdobju 2011–2020 je tako bila realna rast sredstev skladov na prebivalca enaka 368,3 %. Iz realne rasti sredstev lahko sklepam, da se je pri investitorjih v analiziranem obdobju zanimanje za vlaganje sredstev v vzajemne sklade, ki so bili vključeni v analizo, močno povečalo.

Do odgovora na drugo raziskovalno vprašanje sem prišla tako, da sem med seboj primerjala razvrstitev izbranih ponudnikov vzajemnih skladov od najboljšega do najslabšega glede na povprečne vrednosti tržnega deleža in glede na rezultate analize uspešnosti poslovanja skladov. Iz primerjave rangiranja ponudnikov sem ugotovila, da je bila po tržnem deležu in izbranih kazalnikih uspešnosti poslovanja najuspešnejša družba NLB Skladi, d. o. o. Pri preostalih ponudnikih skladov je prišlo do razhajanj v rangiranju ponudnikov skladov glede na tržni delež in uspešnost poslovanja skladov. Po tržnem deležu je bila namreč druga najuspešnejša družba Generali Investments, d. o. o., katere skladi pa so glede na povprečje kazalnikov uspešnosti poslovanja zasedli zadnje, četrto mesto. Glede na povprečje kazalnikov poslovanja je drugo mesto pripadalo družbi Sava Infond, d. o. o., ki se je po tržnem deležu uvrstila na tretje mesto. Zadnje, četrto mesto po tržnem deležu je pripadalo družbi Triglav Skladi, d. o. o., katere vzajemni skladi so bili na podlagi povprečja kazalnikov poslovanja uvrščeni na tretje mesto. Enotnega rangiranja je bila torej deležna zgolj družba NLB Skladi, d. o. o. Vseeno pa sem iz primerjave rangiranja ponudnikov vzajemnih skladov ugotovila, da obstaja določena povezava med tržnim deležem družbe in uspešnostjo poslovanja vzajemnih skladov izbranega ponudnika. Ponudnik, ki je zavzemal večinski del analiziranega trga, je bil namreč hkrati tudi najuspešnejši po izbranih merilih uspešnosti poslovanja.

Pričujoče magistrsko delo ima tudi določene omejitve raziskave. Pod prvo omejitev pri pisanju naloge bi uvrstila ozek izbor vzajemnih skladov, ki so bili vključeni v analizo, saj je bil s tem analiziran zgolj manjši del celotnega trga slovenskih vzajemnih skladov. Drugo omejitev raziskave predstavlja osredotočenost zgolj na dva tipa vzajemnih skladov, delniške in obvezniške, in ne še na preostale tipe, kot so skladi skladov, skladi denarnega trga in mešani skladi. Slednje bi se pri nadaljnjih raziskavah lahko rešilo tako, da bi se razširil obseg vzajemnih skladov, v smislu, da bi poleg delniškega in obvezniškega tipa vzajemnih skladov uporabili še preostale tipe (mešani skladi, skladi denarnega trga, ciljni skladi in podobno). S tem bi pridobili celovitejšo sliko o dogajanju na trgu slovenskih vzajemnih skladov.

Pomembno omejitev dela pri analizi izbranih vzajemnih skladov predstavljajo tudi njihovi začetki poslovanja. Izbrani vzajemni skladi namreč niso poslovali v časovno popolnoma enakem obdobju, pri določenih je na začetku izvedene analize še trajala finančna kriza. Omenjeno je lahko pri izvedenih analizah vplivalo na njihovo razvrščanje od najbolj do najmanj uspešnega sklada. Dodatno omejitev dela je predstavljala sestava naložbenega portfelja analiziranih obvezniških in delniških vzajemnih skladov, saj so na primer določeni obvezniški skladi imeli portfelj sestavljen zgolj iz podjetniških ali državnih obveznic, določeni pa iz obeh tipov obveznic. Med omejitve raziskave bi uvrstila tudi pomanjkanje javnih podatkov o podrobnejši sestavi naložbenih portfeljev določenih analiziranih

vzajemnih skladov, torej podatkov o tem, kolikšen delež sredstev investira vsak izmed analiziranih skladov v posamezno vrsto finančnih instrumentov. K omejitvam raziskave sodi še izključitev vzajemnega sklada Triglav Tehnologija iz analize, saj je bilo njegovo obdobje poslovanja glede na preostale analizirane sklade prekratko (krajše od enega leta).

Za nadaljnje raziskave v prihodnosti bi bilo zanimivo, da se v analizo dodatno vključijo še leta, ko je bila prisotna pandemija covid-19, vojna z Ukrajino in obdobja rasti obrestnih mer. S tem bi lahko dobili investitorji še boljši vpogled v to, kakšni trendi so bili prisotni na finančnih trgih pred, med in po pojavu pandemije in vojne z Ukrajino ter kako uspešno so se vzajemni skladi na ta dogajanja prilagodili. Pri nadaljnjih raziskavah bi se lahko dodatno izračunane kazalnike uspešnosti poslovanja slovenskih vzajemnih skladov primerjalo s kazalniki uspešnosti poslovanja skladov v tujini.

## SKLEP

Odnos posameznikov oziroma investitorjev do varčevanja in plemenitenja sredstev se opazi skozi njihovo finančno pismenost. Pri investitorjih lahko povod za investiranje sredstev predstavljajo njihova želja po plemenitjenju sredstev, vpliv različnih psiholoških dejavnikov, želja po varnostnih prihrankih in podobno. Investitorji, ki so bolj finančno pismeni, imajo torej naložbeni portfelj bolj razpršen (vlagajo lastna sredstva v različne razrede naložb – delnice, obveznice, nepremičnine, digitalne valute, vzajemne sklade in podobno) in se velikokrat udeležujejo različnih trgovanj. Z razpršitvijo sredstev med različne oblike naložb si lahko investitorji zmanjšajo tveganje celotnega naložbenega portfelja. Za investitorje, ki se odločijo investirati sredstva v vzajemne sklade, je pomembno, da si izberejo tiste sklade, ki po strukturi naložb najbolj sovpadajo z njihovimi finančnimi cilji in stopnjo tveganja, ki so jo pripravljene sprejeti.

Namen magistrskega dela je bil analizirati poslovanje izbranih vzajemnih skladov, ki so pripadali različnim sektorjem, in sicer v obdobju 2011–2020, ob tem pa ugotoviti, kateri vzajemni skladi so se v izbranem obdobju najuspešneje prilagajali različnim tveganjem na finančnem trgu. Rezultati analize so pokazali, da so se v analiziranem obdobju dogajanjem na finančnih trgih najbolj prilagajali izbrani vzajemni skladi ponudnika NLB Skladi, d. o. o. Nato so jim po uspešnosti poslovanja na drugem mestu sledili skladi ponudnika Sava Infond, d. o. o., na tretjem mestu skladi ponudnika Triglav Skladi, d. o. o., in na zadnjem mestu skladi ponudnika Generali Investments, d. o. o. Iz rezultatov analize uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov je razvidno, da so bili med vsemi analiziranimi vzajemnimi skladi najuspešnejši oziroma so se v skupino skladov z visoko uspešnostjo uvrstili skladi iz sektorjev tehnologije, zdravstva in farmacije ter ZDA (Triglav Severna Amerika). Med analiziranimi skladi v sektorju tehnologije je najboljše rezultate dosegel sklad Infond Tehnologija, v sektorju zdravstva in farmacije pa sklad Triglav Zdravje in farmacija. Preostali skladi iz sektorja ZDA so se uvrstili v skupino s povprečno uspešnostjo. V skupino skladov z nizko uspešnostjo so se uvrstili skladi iz sektorja energetike, sklad Generali

Globalni in obvezniški skladi, razen sklad NLB Podjetniške obveznice, ki se je uvrstil v skupino skladov s povprečno uspešnostjo in je bil po izbranih merilih uspešnosti uspešnejši od preostalih obvezniških skladov. V skupino s povprečno uspešnostjo so se uvrstili še preostali skladi iz sektorja razvitih trgov, med katerimi je bil najuspešnejši sklad Infond Razviti trgi.

S pomočjo analize tržnega deleža je bilo v nadaljevanju ugotovljeno, da obstaja določena povezava med tržnim deležem družbe in uspešnostjo poslovanja vzajemnih skladov izbranega ponudnika. Ponudnik, ki je zavzemal največji del analiziranega trga, je bil hkrati tudi najuspešnejši po izbranih merilih uspešnosti poslovanja, in sicer je to bil ponudnik NLB Skladi, d. o. o.

## LITERATURA IN VIRI

1. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve – AJPES. (brez datuma a). *Triglav Skladi, d. o. o.* Pridobljeno 27. maja 2022 s [https://www.ajpes.si/podjetje/TRIGLAV\\_SKLADI%2C\\_d.o.o.?enota=189669&EnotaStatus=1](https://www.ajpes.si/podjetje/TRIGLAV_SKLADI%2C_d.o.o.?enota=189669&EnotaStatus=1).
2. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve – AJPES. (brez datuma b). *Generali Investments, d. o. o.* Pridobljeno 27. maja 2022 s [https://www.ajpes.si/podjetje/Generali\\_Investments\\_d.o.o.?enota=188161&EnotaStatus=1#](https://www.ajpes.si/podjetje/Generali_Investments_d.o.o.?enota=188161&EnotaStatus=1#).
3. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve – AJPES. (brez datuma c). *Sava Infond d.o.o.* Pridobljeno 27. maja 2022 s [https://www.ajpes.si/podjetje/SAVA\\_INFOND\\_d.o.o.?enota=187098&EnotaStatus=1](https://www.ajpes.si/podjetje/SAVA_INFOND_d.o.o.?enota=187098&EnotaStatus=1).
4. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (2012). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2011*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
5. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (2013). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2012*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
6. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (2015). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2014*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
7. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (2016). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2015*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
8. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (2017). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2016*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

9. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (2019). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2018*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
10. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (2021). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2020*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
11. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (brez datuma a). *Sestava premoženja vzajemnih skladov*. Pridobljeno 22. avgusta 2021 s <https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/podatkovno-ogledalo/Vzajemni%20skladi/SkupajVS.pdf>.
12. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (brez datuma b). *Sestava premoženja obvezniških vzajemnih skladov*. Pridobljeno 1. septembra 2021 s <https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/podatkovno-ogledalo/Vzajemni%20skladi/Obvezni%C5%A1kiVS.pdf>.
13. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (brez datuma c). *Sestava premoženja delniških vzajemnih skladov*. Pridobljeno 1. septembra 2021 s <https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/podatkovno-ogledalo/Vzajemni%20skladi/Delni%C5%A1kiVS.pdf>.
14. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. (brez datuma d). *Vzajemni skladi*. Pridobljeno 1. septembra 2021 s <https://www.a-tvp.si/podatkovno-ogledalo/podatkovno-ogledalo/vzajemni-skladi>.
15. Amenc, N. & Le Sourd, V. (2003). *Portfolio theory and performance analysis*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
16. Anderson, A. (2013). Trading and Under-Diversification. *Review of Finance*, 17(5), 1699–1741.
17. Arkes, H. R., Joyner, C. A., Pezzo, M. V., Nash, J. G., Siegel-Jacobs, K. & Stone, E. (1994). The Psychology of Windfall Gains. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 59(3), 331–347.
18. Banka Slovenije. (2021, 4. maj). *Gospodinjstva velik del razpoložljivega prihodka lani usmerila v varčevanje in ne v potrošnjo*. Pridobljeno 28. julija 2021 s <https://www.bsi.si/mediji/1664/gospodinjstva-velik-del-razpolozljivega-prihodka-lani-usmerila-v-varcevanje-in-ne-v-potrosnjo>.
19. Barber, B. M. & Odean, T. (2000). Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773–806.
20. Barber, B. M. & Odean, T. (2002). Are individual investors tax savvy? Evidence from retail and discount brokerage accounts. *Journal of Public Economics*, 88, 419–442.
21. Barber, B. M. & Odean, T. (2013). The Behavior of Individual Investors. V G. M. Constantinides, M. Harris & R. M. Stulz (ur.), *Handbook of the Economics of Finance, Volume 2, Part B* (str. 1533–1570). Haarlem: Elsevier.
22. Belsky, G. (1992). How your broker makes a buck. *Money Magazine*, 21(6).

23. Bergen, A. (2021, 17. julij). *How to invest in real estate – The smart way to get started*. Pridobljeno 4. avgusta 2021 s <https://www.moneyunder30.com/how-to-invest-in-real-estate>.
24. Berk, J. & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance* (4. izd.). Harlow: Pearson Education.
25. Bian, J., Chan, K., Shi, D. & Zhou, H. (2018). Do Behavioral Biases Affect Order Aggressiveness? *Review of Finance*, 22(3), 1121–1151.
26. Bitkom. (2019). *Digital Finance 2019: Die Transformation der Finanzindustrie in Zahlen*. Berlin: Bitkom.
27. Blockchain.com. (brez datuma). *The total number of unique Blockchain.com wallets created*. Pridobljeno 4. oktobra 2022 s <https://www.blockchain.com/charts/my-wallet-n-users>.
28. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J., Switzer, L. N., Boyko, D., Panasian, C. & Stapleton, M. (2019). *Investments*. New York: McGraw-Hill Education LLC.
29. Bond, P., Edmans, A. & Goldstein, I. (2012). The Real Effects of Financial Markets. *Annual Review of Financial Economics*, 4, 339–360.
30. Breaking down finance. (brez datuma). *Annualize volatility*. Pridobljeno 19. marea 2023 s <https://breakingdownfinance.com/finance-topics/finance-basics/annualize-volatility/>.
31. Bunjaku, F., Gjorgieva-Trajkovska, O. & Miteva-Kacarski, E. (2017). Cryptocurrencies – advantages and disadvantages. *Journal of Economics*, 2(1), 31–39.
32. Catmull, J. (2019, 19. avgust). *The investing questions people ask the most*. Pridobljeno 11. avgusta 2021 s <https://www.gobankingrates.com/investing/strategy/investing-questions-people-ask/>.
33. Celcer, S. (2021, 26. maj). *Slovenska gospodinjstva so v letu 2020 močno zmanjšala potrošnjo in privarčevala največ doslej*. Pridobljeno 28. julija 2021 s <https://www.stat.si/StatWeb/News/Index/9582>.
34. Chakravarty, S. R. & Sarkar, P. (2020). *An Introduction to Algorithmic Finance, Algorithmic Trading and Blockchain*. Bingley: Emerald Publishing Limited.
35. Committee of European securities regulators. (2010). *CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*. Pariz: CESR.
36. Corporate Finance Institute. (brez datuma a). *Sharpe Ratio*. Pridobljeno 3. septembra 2021 s <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/sharpe-ratio-definition-formula/>.
37. Corporate Finance Institute. (brez datuma b). *Treynor Ratio*. Pridobljeno 14. septembra 2021 s <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/treynor-ratio/>.
38. Damodaran, A. (2012). *Investment valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. izd.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

39. De, S., Gondhi, N. & Pochiraju, B. (2010). *Does Sign Matter More than Size? An Investigation into the Source of Investor Overconfidence*. Pridobljeno 27. marca 2022 s [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1657926](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1657926).
40. Deepak, C. (2014). An Empirical Analysis of Factors Influencing Investment in Mutual Funds in India. *Global Business Review*, 15(3), 493–503.
41. DiLallo, M. (2023, 4. maj). *How to invest in real estate: a complete guide*. Pridobljeno 26. julija 2023 s <https://www.fool.com/investing/stock-market/market-sectors/real-estate-investing/>.
42. Dominic, C. & Gupta, A. (2020). Psychological Factors Affecting Investors Decision Making. *Journal of Xi'an University of Architecture & Technology*, 12(4), 169–181.
43. Dorn, D. & Huberman, G. (2005). Talk and Action: What Individual Investors Say and What They Do. *Review of Finance*, 9(4), 437–481.
44. Dun & Bradstreet d.o.o. (brez datuma a). NLB Skladi. *Gvin*. Pridobljeno 4. januarja 2022 s <https://www-gvin-com.nukweb.nuk.uni-lj.si/GvinOverview/Pages/Company.aspx?CompanyId=152219&Lang=sl-SI&Mode=GvinSI&App=GvinOverviewSI>.
45. Dun & Bradstreet d.o.o. (brez datuma b). Triglav Skladi. *Gvin*. Pridobljeno 4. januarja 2022 s <https://www-gvin-com.nukweb.nuk.uni-lj.si/GvinOverview/Pages/Company.aspx?CompanyId=79470&Lang=sl-SI&Mode=GvinSI&App=GvinOverviewSI>.
46. Engelberg, J. & Parsons, C. A. (2011). The Causal Impact of Media in Financial Markets. *The Journal of Finance*, 66(1), 67–97.
47. Evropska komisija. (2010). *Uredba Komisije (EU) št. 583/2010 z dne 1. julija 2010 o izvajanju Direktive 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi s ključnimi podatki za vlagatelje in pogoji, ki jih je treba izpolniti pri posredovanju ključnih podatkov za vlagatelje ali prospekta na trajnem nosilcu podatkov, ki ni papir, ali na spletni strani*. Uradni list Evropske unije L 176. Bruselj: Evropska komisija.
48. Evropski parlament in Svet Evropske unije. (2017). *Uredba (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o skladih denarnega trga*. Uradni list Evropske unije L 169. Strasbourg: Evropski parlament in Svet Evropske unije.
49. Exton, J. & Doidge, F. (2018). Cracking the code on cryptocurrency – Bitcoin buy-in across Europe, the USA and Australia. ING International Survey Mobile Banking – Cryptocurrency.
50. Farrington, R. (2015, 15. avgust). *5 Benefits of Investing*. Pridobljeno 21. julija 2021 s <https://thecollegeinvestor.com/16912/5-benefits-of-investing/>.
51. FCA. (2019). *Cryptoassets: Ownership and attitudes in the UK*. London: Financial Conduct Authority.
52. Finance Train. (brez datuma). *Jensen's Alpha*. Pridobljeno 14. septembra 2021 s <https://financetrain.com/jensens-alpha/>.
53. Finančni trgi. (2017, 16. marec). *Investiranje v nepremičnine za telebane*. Pridobljeno 25. julija 2023 s

- [https://investicije.mreza.com/f/docs/icon\\_Banners/Mreza\\_investicije\\_v\\_reviji\\_Alfa\\_s\\_t\\_8.pdf](https://investicije.mreza.com/f/docs/icon_Banners/Mreza_investicije_v_reviji_Alfa_s_t_8.pdf).
54. Galassi, M. (2021, 24. maj). *11 Questions All First-Time Investors Have, Answered*. Pridobljeno 11. avgusta 2021 s <https://theeverygirl.com/firsttime-investors/>.
  55. Garay, U. & Pulga, F. (2021). The performance of retail investors, trading intensity and time in the market: evidence from an emerging stock market. *Heliyon*, 7(12), E08583.
  56. Generali Investments. (2021a). *Prospekt krovnega sklada Generali z vključenimi pravili upravljanja*. Ljubljana: Generali Investments, d. o. o.
  57. Generali Investments. (2021b). *Ključni podatki za vlagatelje – Generali Tehnologija*. Ljubljana: Generali Investments, d. o. o.
  58. Generali Investments. (2021c). *Ključni podatki za vlagatelje – Generali Vitalnost*. Ljubljana: Generali Investments, d. o. o.
  59. Generali Investments. (2021d). *Ključni podatki za vlagatelje – Generali Surovine in energija*. Ljubljana: Generali Investments, d. o. o.
  60. Generali Investments. (2021e). *Ključni podatki za vlagatelje – Generali Amerika*. Ljubljana: Generali Investments, d. o. o.
  61. Generali Investments. (2021f). *Ključni podatki za vlagatelje – Generali Globalni*. Ljubljana: Generali Investments, d. o. o.
  62. Generali Investments. (2021g). *Ključni podatki za vlagatelje – Generali Corporate Bonds*. Ljubljana: Generali Investments, d. o. o.
  63. Generali Investments. (brez datuma a). *Predstavitev družbe Generali Investments*. Pridobljeno 3. januarja 2022 s <https://www.generali-investments.si/osebna-izkaznica/>.
  64. Generali Investments. (brez datuma b). *Generali Globalni*. Pridobljeno 10. januarja 2022 s <https://www.generali-investments.si/skladi/globalni/#osebna-izkaznica>.
  65. Generali Krovni sklad. (2021). *Letno poročilo 2020*. Ljubljana: Generali Investments, d. o. o.
  66. Gobler, E. (2022, 26. junij). *Why you should start investing when you're young*. Pridobljeno 26. julija 2023 s <https://www.thebalancemoney.com/the-advantages-of-investing-in-your-20s-5179604>.
  67. Gonovski, V. (2017). Mutual funds – An alternative way of investing. *KNOWLEDGE – International Journal*, 19(1), 427–732.
  68. Graham, J. R., Harvey, C. R. & Huang, H. (2009). Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias. *Management Science*, 55(7), 1094–1106.
  69. Grinblatt, M., Keloharju, M. & Linnainmaa, J. (2012). IQ, Trading Behavior, and Performance. *Journal of Financial Economics*, 104(2), 339–362.
  70. Gubo, L. (2016). *Majhna knjiga o visokih donosih*. Celje: Gubo, d. o. o.
  71. Guiso, L. & Jappelli, T. (2008). Financial literacy and portfolio diversification. *European University Institute Working Papers, ECO 2008/31*.
  72. Hsu, Y-L. & Chow, E. H. (2012). The house money effect on investment risk taking: Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 21(1), 1102–1115.



73. Investment Company Institute. (2002). U.S. Household Ownership of Mutual Funds in 2002. *Fundamentals Investment Company Institute Research (in brief)*, 11(5). Washington: Investment Company Institute.
74. Jagrič, T., Kolanović, M., Podobnik, B. & Strašek, S. (2005). An example of emerging markets: Slovenian mutual funds. *Naše gospodarstvo*, 51(1-2), 33–37.
75. Kahn, M.J. & Baum, N. (2020). Basic Personal Finance and Investing. V N. Baum & M. J. Kahn (ur.), *The Business Basics of Building and Managing a Healthcare Practice* (str. 47–52). Cham: Springer.
76. Kamarasu, S. (2021). A study on Risk and Return and their relation in various investments. *Test Engineering & Management*, 83, 10691–10694.
77. Kannadhasan, M. (2015). Retail investors' financial risk tolerance and their risk-taking behaviour: The role of demographics as differentiating and classifying factors. *IIMB Management Review*, 27(3), 175–184.
78. Kaplanski, G., Levy, H., Veld, C. & Veld-Merkoulova, Y. (2015). Do Happy People Make Optimistic Investors? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(1/2), 145–168.
79. Kasemsap, K. (2015). The Role of Psychological Factors in Behavioral Finance. V Z. Copur (ur.), *Handbook of Research on Behavioral Finance and Investment Strategies: Decision Making in the Financial Industry* (str. 94–116). Hersey: IGI Global.
80. KBM Infond. (2012). *Letno poročilo 2011 – Krovni sklad Infond*. Maribor: KBM Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
81. KBM Infond. (2013). *Letno poročilo 2012 – Krovni sklad Infond*. Maribor: KBM Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
82. KBM Infond. (2014). *Letno poročilo 2013 – Krovni sklad Infond*. Maribor: KBM Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
83. KBM Infond. (2015). *Letno poročilo 2014 – Krovni sklad Infond*. Maribor: KBM Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
84. KBM Infond. (2016). *Letno poročilo 2015 – Krovni sklad Infond*. Maribor: KBM Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
85. KBM Infond. (2017). *Letno poročilo 2016 – Krovni sklad Infond*. Maribor: KBM Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
86. KBM Infond. (2018). *Letno poročilo 2017 – Krovni sklad Infond*. Maribor: KBM Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
87. KBM Infond. (2019). *Letno poročilo 2018 – Krovni sklad Infond*. Maribor: KBM Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
88. KD Delniški dohodkovni. (2013). *Letno poročilo 2012 vzajemni sklad KD Delniški dohodkovni*. Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
89. KD Krovni sklad. (2012). *Letno poročilo za leto 2011*. Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
90. KD Krovni sklad. (2013). *Letno poročilo za leto 2012*. Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.

91. KD Krovni sklad. (2014). *Letno poročilo za leto 2013*. Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
92. KD Krovni sklad. (2015). *Letno poročilo za leto 2014*. Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
93. KD Krovni sklad. (2016). *Letno poročilo za leto 2015*. Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
94. KD Krovni sklad. (2017). *Letno poročilo za leto 2016*. Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
95. KD Krovni sklad. (2018). *Letno poročilo za leto 2017*. Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
96. KD Krovni sklad. (2019). *Letno poročilo za leto 2018*. Ljubljana: KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
97. Khorana, A. & Servaes, H. (2011). What Drives Market Share in the Mutual Fund Industry? *Review of Finance*, 16(1), 81–113.
98. Klapper, L., Sulla, V. & Vittas, D. (2004). The development of mutual funds around the world. *Emerging Markets Review*, 5(1), 1–38.
99. Kokošinek, T. (2019, 15. junij). *Investiranje – informacije za začetnike*. Pridobljeno 21. julija 2021 s <https://mladipodjetnik.si/novice-in-dogodki/novice/investiranje-informacije-za-zacetnike>.
100. Kuhnen, C. M. & Knutson, B. (2011). The Influence of Affect on Beliefs, Preferences and Financial Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(3), 605–626.
101. Kumar, A. & Lim, S. S. (2008). How do decision frames influence the stock investment choices and individual investors? *Management Science*, 54(6), 1052–1064.
102. Laopodis, N. (2020). *Understanding investments: theories and strategies* (2. izd.). New York: Routledge.
103. Laurence, T. (2017). *Blockchain for Dummies*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
104. Lerner, J. S. & Keltner, D. (2001). Fear, anger, and risk. *Journal of Personality and Social Psychology*, 81(1), 146–159.
105. Ljubljanska borza. (brez datuma). *Statistična poročila: Letna*. Pridobljeno 28. januarja 2021 s <https://ljse.si/si/letna/66>.
106. Lubej, S. & Stanonik, A. (2009). *Urejene osebne finance za vsakogar*. Maribor: Kapital.
107. Lusardi, A. & Mitchell, O. (2007). Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education. *Business Economics*, 42(1), 35–44.
108. Lusardi, A. (2015). Financial Literacy Skills for the 21st Century: Evidence from PISA. *The Journal of Consumer Affairs*, 49(3), 639–659.
109. Mahdzan, N., Zainudin, R. & Yoong, S.-C. (2020). Investment Literacy, Risk Tolerance and Mutual Fund Investments: An Exploratory Study of Working Adults in Kuala Lumpur. *Internadional Journal of Business and Society*, 21(1), 111–133.

110. Ministrstvo za digitalno preobrazbo Republike Slovenije. (brez datuma). *Upravljanje finančnih skladov (66.300)*. Pridobljeno 27. maja 2022 s <https://spot.gov.si/sl/dejavnosti-in-poklici/dejavnosti/upravljanje-financnih-skladov-66-300/>.
111. Mistretta, A. (2017, 25. november). *18 ways technology has changed investing*. Pridobljeno 10. avgusta 2021 s <https://stacker.com/stories/205/18-ways-technology-has-changed-investing>.
112. Množično vrednotenje nepremičnin. (2018). *Modeli vrednotenja*. Ljubljana: Geodetska uprava Republike Slovenije.
113. Modigliani, F. & Modigliani L. (1997). Risk-adjusted performance (how to measure it and why). *Journal of Portfolio Management*, 23(2), 4–54.
114. Mojikvadrati.com. (brez datuma). *Nepremičnine*. Pridobljeno 6. marca 2022 s <https://mojikvadrati.com/nepremicnine>.
115. Muroi, K. (2015). *The oldest example of compound interest in Sumer: Seventh power of four-thirds*. Pridobljeno 28. januarja 2022 s [https://www.researchgate.net/publication/282402938\\_The\\_oldest\\_example\\_of\\_compound\\_interest\\_in\\_Sumer\\_Seventh\\_power\\_of\\_four-thirds](https://www.researchgate.net/publication/282402938_The_oldest_example_of_compound_interest_in_Sumer_Seventh_power_of_four-thirds).
116. Mutlu, Ü. & Özer, G. (2021). The Effect of Individuals' Financial Risk Tolerance, Financial Literacy and Financial Attitude on their Financial Behaviors. *Journal of Emerging Economies and Policy*, 7(1), 8–15.
117. Nekrep, M. (2013). *Poslovne finance*. Celje: Fakulteta za komercialne in poslovne vede.
118. Nissenbaum, M., Raasch, B. J. & Ratner, C. L. (2004). *Ernst & Young's Personal Financial Planning Guide*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
119. NLB Skladi. (2012). *Letno poročilo krovnega sklada NLB Skladi 2011*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
120. NLB Skladi. (2013). *Letno poročilo krovnega sklada NLB Skladi 2012*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
121. NLB Skladi. (2014). *Letno poročilo krovnega sklada NLB Skladi 2013*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
122. NLB Skladi. (2015). *Letno poročilo krovnega sklada NLB Skladi 2014*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
123. NLB Skladi. (2016). *Letno poročilo krovnega sklada NLB Skladi 2015*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
124. NLB Skladi. (2017). *Letno poročilo krovnega sklada NLB Skladi 2016*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
125. NLB Skladi. (2018). *Letno poročilo krovnega sklada NLB Skladi 2017*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
126. NLB Skladi. (2019). *Letno poročilo krovnega sklada NLB Skladi 2018*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.

127. NLB Skladi. (2021a). *Revidirano letno poročilo krovnega sklada NLB Skladi za obdobje 1. 1. 2020 do 31. 12. 2020*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.
128. NLB Skladi. (2021b). *Ključni podatki za vlagatelje – Visoka tehnologija delniški*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
129. NLB Skladi. (2021c). *Prospekt krovnega sklada NLB Skladi z vključenimi pravili upravljanja*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
130. NLB Skladi. (2021d). *Ključni podatki za vlagatelje - Farmacija in zdravstvo delniški*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
131. NLB Skladi. (2021e). *Ključni podatki za vlagatelje – Naravni viri delniški*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
132. NLB Skladi. (2021f). *Ključni podatki za vlagatelje – ZDA delniški*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
133. NLB Skladi. (2021g). *Ključni podatki za vlagatelje – Svetovni razviti trgi delniški*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
134. NLB Skladi. (2021h). *Ključni podatki za vlagatelje – Podjetniške obveznice EUR*. Ljubljana: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d. o. o.
135. NLB Skladi. (brez datuma). *O družbi*. Pridobljeno 4. januarja 2022 s <https://www.nlbskladi.si/o-druzbi#informacije-javnega-znacaja>.
136. O'Shea, A. (2021, 12. marec). *How to invest in real estate: 5 ways to get started*. Pridobljeno 4. avgusta 2021 s <https://www.nerdwallet.com/article/investing/5-ways-to-invest-in-real-estate>.
137. Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD. (brez datuma). *Short-term interest rates*. Pridobljeno 6. oktobra 2022 s <https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm#indicator-chart>.
138. Paluri, R. A. & Mehra, S. (2016). Financial attitude based segmentation of women in India: an exploratory study. *International Journal of Bank Marketing*, 34(5), 670–689.
139. Park, J. J. & Sela, A. (2018). Not My Type: Why Affective Decision Makers Are Reluctant to Make Financial Decisions. *Journal of Consumer Research*, 45(2), 298–319.
140. Peterlin, J. (2005). *Obvladovanje finančnih tveganj: vrednotenje, računovodenje in nadziranje uporabe izpeljanih finančnih instrumentov in varovalnih razmerij v praksi*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
141. Podobnik, B., Balen, V., Jagrič, T. & Kolanović, M. (2007). Croatian and Slovenian Mutual Funds and Bosnian Investments Funds. *Czech Journal of Economics and Finance*, 57(3-4), 159–177.
142. Postbank. (29. maj, 2018). *Jeder dritte Deutsche zieht Kryptowährungen als Geldanlage in Betracht*. Pridobljeno 10. aprila 2022 s <https://www.postbank.de/unternehmen/medien/meldungen/2018/mai/jeder-dritte-deutsche-zieht-kryptowaehrungen-als-geldanlage-in-betracht.html>.
143. Prive, T. (2014). *What investors are thinking about today - versus 10 years ago*. Pridobljeno 10. avgusta 2021 s

- <https://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2014/02/19/what-investors-are-thinking-about-today-versus-10-years-ago/?sh=57f0fbd5b0f7>.
144. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
  145. Redžič, R. (2021, 14. januar). *Ležarine kot nova normalnost?* Pridobljeno 23. avgusta 2021 s <https://www.infond.si/lezarine-alternativa-skladi-0121>.
  146. Republika Slovenija Statistični urad – SURS. (brez datuma a). *Indeks cen življenjskih potrebščin, Slovenija, letno*. Pridobljeno 18. januarja 2022 s <https://pxweb.stat.si/SiStatData/pxweb/sl/Data/-/0400605S.px>.
  147. Republika Slovenija Statistični urad – SURS. (brez datuma b). *Indeksi cen poslovnih nepremičnin po vrstah poslovnih nepremičnin, Slovenija, četrtletno*. Pridobljeno 18. januarja 2022 s <https://pxweb.stat.si/SiStatData/pxweb/sl/Data/-/0419035S.px>.
  148. Republika Slovenija Statistični urad – SURS. (brez datuma c). *Indeksi cen stanovanjskih nepremičnin po vrstah stanovanjskih nepremičnin, Slovenija, četrtletno*. Pridobljeno 18. januarja 2022 s <https://pxweb.stat.si/SiStatData/pxweb/sl/Data/-/0419001S.px>.
  149. Rosic, A. (2020). *What is Cryptocurrency? [Everything You Need To Know!]*. Pridobljeno 14. februarja 2022 s <https://blockgeeks.com/guides/what-is-cryptocurrency/>.
  150. Royal, J. (2021, 21. maj). *Saving vs. investing: Here are the key differences for managing your money*. Pridobljeno 16. decembra 2021 s <https://www.bankrate.com/investing/saving-vs-investing/>.
  151. Salwan, S. (2021, 19. marec). *Bitcoin Vs Mutual Funds: Where to invest?* [objava na blogu]. Pridobljeno 23. avgusta 2021 s <https://blog.finology.in/investing/bitcoin-vs-mutual-funds>.
  152. Sambt, J. & Istenič, T. (2020). Posledice socializma in tranzicije v Sloveniji za premoženjsko stanje oseb v starosti 50+. *Economic and Business Review*, 22(4), 141–156.
  153. Santarelli, M. (2023, 26. junij). *How to invest in real estate with no or little money?* [objava na blogu]. Pridobljeno 26. julija 2023 s <https://www.noradarealestate.com/blog/invest-in-real-estate-with-no-money/>.
  154. Saravanan, P. (2019). *Mutual funds: What information ratio tells about your fund manager's performance*. Pridobljeno 14. novembra 2022 s <https://www.financialexpress.com/money/mutual-funds-what-information-ratio-tells-about-your-fund-managers-performance/1512745/>.
  155. Sarwar, A. & Afaf, G. (2016). A comparison between psychological and economic factors affecting individual investor's decision-making behavior. *Cogent Business & Management*, 3(1), 1232907.
  156. Sava Infond. (2021a). *Letno poročilo 2020 – Krovni sklad Infond*. Maribor: Sava Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
  157. Sava Infond. (2021b). *Prospekt krovnega sklada Infond z vključenimi pravili upravljanja*. Maribor: Sava Infond, družba za upravljanje, d. o. o.

158. Sava Infond. (2021c). *Ključni podatki za vlagatelje – Infond Tehnologija*. Maribor: Sava Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
159. Sava Infond. (2021d). *Ključni podatki za vlagatelje – Infond Zdravstvo*. Maribor: Sava Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
160. Sava Infond. (2021e, 13. september). *Sprememba imen za večino skladov, pri šestih tudi spremembe naložbene politike*. Pridobljeno 6. januarja 2022 s <https://www.infond.si/sprememba-pravila-upravljanja-0921>.
161. Sava Infond. (2021f). *Ključni podatki za vlagatelje – Infond Surovine in energija*. Maribor: Sava Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
162. Sava Infond. (2021g). *Ključni podatki za vlagatelje – Infond ZDA*. Maribor: Sava Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
163. Sava Infond. (2021h). *Ključni podatki za vlagatelje – Infond Razviti trgi*. Maribor: Sava Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
164. Sava Infond. (2021i). *Ključni podatki za vlagatelje – Infond Obvezniški*. Maribor: Sava Infond, družba za upravljanje, d. o. o.
165. Sava Infond. (brez datuma). *Podatki o družbi*. Pridobljeno 3. januarja 2022 s <https://www.infond.si/o-druzbi>.
166. SKB d.d. (2020). *Kaj investiranje oz. naložba sploh je in zakaj investirati?* Pridobljeno 21. julija 2021 s <https://www.skb.si/sl/aktualno/zapisi/kaj-investiranje-oz-nalozba-sploh-je-in-zakaj-investirati-2020-12-10>.
167. SKB banka. (2021). *Uvedba nadomestila za stanja sredstev na računih za fizične osebe ter spremembe pri zaračunavanju nadomestila za pravne osebe in samostojne podjetnike*. Pridobljeno 10. septembra 2021 s [https://www.skb.si/uploads/pdf/sporocila\\_za\\_javnost/sporocilo\\_za\\_javnost\\_2\\_2\\_2021.pdf](https://www.skb.si/uploads/pdf/sporocila_za_javnost/sporocilo_za_javnost_2_2_2021.pdf).
168. Statista. (2021, 22. november). *Number of Blockchain wallet users worldwide from November 2011 to November 22, 2021(in millions)*. Pridobljeno 16. decembra 2021 s <https://www.statista.com/statistics/647374/worldwide-blockchain-wallet-users/>.
169. Statista. (2022a). *Market capitalization of Bitcoin from April 2013 to February 28, 2022(in billion U.S. dollars)*. Pridobljeno 6. marca 2022 s <https://www.statista.com/statistics/377382/bitcoin-market-capitalization/>.
170. Statista. (2022b). *Market capitalization of Ethereum (ETH) from August 2013 to February 28, 2022(in billion U.S. dollars)*. Pridobljeno 6. marca 2022 s <https://www.statista.com/statistics/807195/ethereum-market-capitalization-quarterly/>.
171. Statista. (2022c). *Number of Blockchain wallet users worldwide from November 2011 to Julij 11, 2022 (in millions)*. Pridobljeno 13. julija 2022 s <https://www.statista.com/statistics/647374/worldwide-blockchain-wallet-users/>.
172. Steinmetz, F., Von Meduna, M., Ante, L. & Fiedler, I. (2021). Ownership, uses and perceptions of cryptocurrency: Results from a population survey. *Technological Forecasting and Social Change*, 173, 121073.

173. Strömbäck, C., Lind, T., Skagerlund, K., Västfjäll, D. & Tinghög, G. (2017). Does self-control predict financial behavior and financial well-being? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 14, 30–38.
174. Talwar, M., Talwar, S., Kaur, P., Tripathy, N. & Dhir, A. (2021). Has financial attitude impacted the trading activity of retail investors during the COVID-19 pandemic? *Journal of Retailing and Consumer Services*, 58, 102341.
175. Tasca, P. (2016). The dual nature of bitcoin as payment network and money. V C. Beer, E. Gnan & U. W. Birchler (ur.), *Cash on Trial* (str. 68–74). Dunaj: SUERF.
176. Thaler, R. H & Johnson, E. J. (1990). Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. *Management Science*, 36(6), 643–660.
177. Triglav Skladi. (2012). *Letno poročilo Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi za leto 2011*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
178. Triglav Skladi. (2013). *Letno poročilo Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi za leto 2012*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
179. Triglav Skladi. (2014). *Letno poročilo Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi za leto 2013*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
180. Triglav Skladi. (2015). *Letno poročilo Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi za leto 2014*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
181. Triglav Skladi. (2016). *Letno poročilo Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi za leto 2015*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
182. Triglav Skladi. (2017). *Letno poročilo Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi za leto 2016*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
183. Triglav Skladi. (2018). *Letno poročilo Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi za leto 2017*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
184. Triglav Skladi. (2019a). *Letno poročilo Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi za leto 2018*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
185. Triglav Skladi. (2019b). *Ključni podatki za vlagatelje – Triglav Naravni viri*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
186. Triglav Skladi. (2019c). *Prospekt Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi z vključenimi pravili upravljanja*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
187. Triglav Skladi. (2020). *Letno poročilo Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi za leto 2019*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
188. Triglav Skladi. (2021a). *Prospekt Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi z vključenimi pravili upravljanja*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
189. Triglav Skladi. (2021b). *Letno poročilo Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi za leto 2020*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
190. Triglav Skladi. (2021c). *Ključni podatki za vlagatelje – Triglav Severna Amerika*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.

191. Triglav Skladi. (2021d). *Ključni podatki za vlagatelje – Triglav Svetovni razviti trgi*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
192. Triglav Skladi. (2021e). *Ključne informacije za vlagatelje – Triglav Obvezniški*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
193. Triglav Skladi. (2022a). *Ključni podatki za vlagatelje – Triglav Tehnologija*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
194. Triglav Skladi. (2022b). *Ključni podatki za vlagatelje – Triglav Zdravje in farmacija*. Ljubljana: Triglav Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.
195. Triglav Skladi. (brez datuma). *O družbi*. Pridobljeno 4. januarja 2022 s <https://www.triglavskladi.si/o-druzbi>.
196. Tycho Press. (2013). *Stock market investing for beginners: Essentials to Start Investing Successfully*. Berkeley: Callisto Media Inc.
197. Tyson, E. (2021). *Personal Finance in Your 20s & 30s For Dummies, 3rd Edition*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
198. Van Rooij, M. C. J., Kool, C. J. M. & Prast, H. M. (2007). Risk-return preferences in the pension domain: Are people able to choose? *Journal of Public Economics*, 91(3-4), 701–722.
199. Veljić Pecman, D. (2020, 04. september). *Varčevati ali investirati?* Pridobljeno 4. avgusta 2021 s <https://www.general-investments.si/varcevati-ali-investirati/>.
200. Vidrih, M. (2020, 30. marec). *Kako in kam investirati?* Pridobljeno 13. julija 2021 s <https://www.slovenec.org/2020/03/30/kako-in-kam-investirati/>.



## **PRILOGE**



## **Priloga 1: Trg nepremičnin**

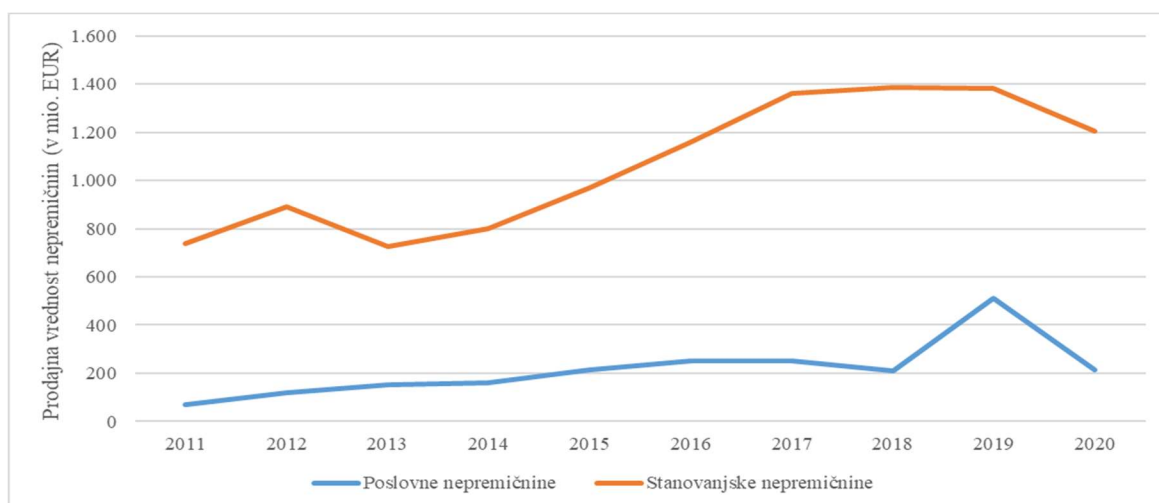
Investiranje v trg nepremičnin na splošno predstavlja nakup, lastništvo, vodenje, najem in/ali prodajo katerekoli vrste nepremičnine z namenom ustvarjanja dobička. Dobiček se lahko ustvari ali z dohodki od najemnin ali z naraščanjem tržne vrednosti nepremičnine (Santarelli, 2021). V Sloveniji je v primerjavi z razvitim svetom delež nepremičnin, ki se oddajajo v najem, relativno majhen (Finančni trgi, 2017). To je predvsem posledica tega, da si posamezniki v Sloveniji zaradi velike navezanosti na nepremičnino želijo biti lastniki nepremičnin in ne zgolj najemniki v večji meri kot v večini ostalih evropskih držav (Sambt & Istenič, 2020).

Nepremičnine se lahko delijo na kategorijo stanovanjskih, poslovnih in industrijskih nepremičnin (Bergen, 2021) ter na kmetijska in gozdna zemljišča (Množično vrednotenje nepremičnin, 2018). Med stanovanjske nepremičnine spadajo hiše, stanovanjske stavbe, počitniške nepremičnine, vse druge oblike nepremičnin, v katerih ljudje živijo (Bergen, 2021), ter zemljišča, ki so namenjena gradnji hiš in stanovanj (Množično vrednotenje nepremičnin, 2018). V kategorijo poslovnih nepremičnin se uvrščajo trgovski centri, pisarniški prostori, lokali in vsa zemljišča, ki so namenjena gradnji industrijskih nepremičnin (Množično vrednotenje nepremičnin, 2018). Pod industrijske nepremičnine pa se uvrščajo skladišča, posamezne skladiščne enote in ostale večje »strukture«, ki generirajo prodajo (na primer avtopralnice) (Bergen, 2021).

Iz slike 3 je razvidno gibanje vrednosti prodanih stanovanjskih in poslovnih nepremičnin v obdobju 2011–2020. Prodajna vrednost stanovanjskih nepremičnin je bila v tem obdobju precej višja od poslovnih nepremičnin. V obdobju 2011–2020 je bilo količinsko največ poslovnih nepremičnin prodanih leta 2017 (1.421), istega leta je bilo tudi največ prodanih stanovanjskih nepremičnin (15.246).

Glede na prodajno vrednost, ki je prikazana na sliki 3, je bilo največ poslovnih nepremičnin prodanih leta 2019 – 510 mio. EUR (količinsko 1.170); največ stanovanjskih nepremičnin pa leta 2018 – 1.388 mio. EUR (količinsko 13.902). V zadnjem letu analiziranega obdobja je za 931 poslovnih nepremičnin skupna prodajna vrednost znašala le 213 mio. EUR, za 11.612 prodanih stanovanjskih nepremičnin pa je prodajna vrednost znašala 1.204 mio. EUR.

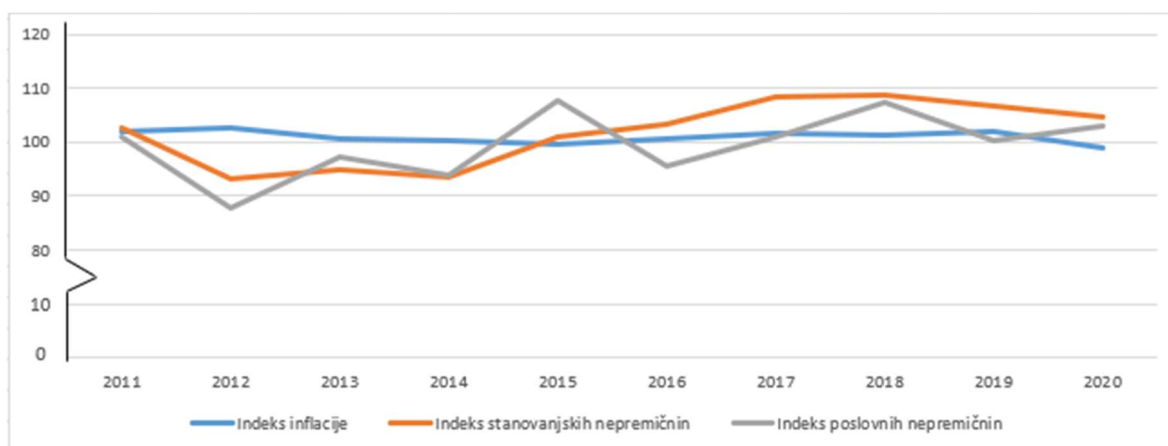
Slika 3: Gibanje prodajne vrednosti nepremičnin (poslovne, stanovanjske), 2011–2020 (v mio. EUR)



Vir: SURS (brez datuma b), SURS (brez datuma c).

Na dolgi rok naj bi se pri naložbah v nepremičnine pričakovalo stabilno rast cen, ki pa naj bi bila v povprečju približno enaka stopnji inflacije (Finančni trgi, 2017). Kot je razvidno iz slike 4 za obdobje zadnjih 10 let (2011–2020), to za slovenski trg ne velja.

Slika 4: Gibanje inflacije in cen nepremičnin (stanovanjske, poslovne), 2011–2020



Vir: SURS (brez datuma a), SURS (brez datuma b), SURS (brez datuma c).

V obdobju 2011–2014 so namreč, kot je razvidno iz slike 4, cene stanovanjskih nepremičnin rastle počasneje kot inflacija, v obdobju 2015–2020 pa so rastle hitreje kot inflacija. Na drugi strani so v izbranem obdobju cene poslovnih nepremičnin bolj variirale in je s tem bilo odstopanje cen od inflacije odvisno od posameznega krajšega podobdobja. Kot je razvidno iz slike, so cene poslovnih nepremičnin bolj volatilne od stanovanjskih nepremičnin.

Investitor lahko s primerjavo različnih kriterijev ugotovi, ali je nepremičnina podcenjena ali precenjena. Najpreprostejšo primerjavo predstavlja cena posamezne nepremičnine s

prihodki, ki se ustvarijo ob njenem oddajanju v najem. Med najpomembnejše kriterije določanja cene spadajo lokacija nepremičnine, velikost, njeno stanje, leto izgradnje, pri gradnji uporabljeni materiali, ali je nepremičnina luksuzna in podobno (Finančni trgi, 2017). Vpliv lokacije na ceno je predstavljen v naslednjem primeru: za stanovanje, velikosti približno 70 m<sup>2</sup>, ki se nahaja v Mariboru, bi v letu 2022 cena znašala približno 150.000 EUR, za enako kvadrato stanovanja v centru Ljubljane pa približno 339.000 EUR (Mojikvadrati.com, brez datuma).

Pri investiranju v trg nepremičnin se lahko investitorji poslužijo različnih naložbenih načinov, kot so zamenjava stare hiše za novo in oddaja sobe ali dela stanovanjske hiše v najem (O`Shea, 2021), mikroposojila (Santarelli, 2021), sodelovanja pri množičnem financiranju nepremičnin (DiLallo, 2023), trgovanja na različnih platformah za množična investiranja (Bergen, 2021), nakup deleža v nepremičninskem investicijskem skladu (DiLallo, 2023; O`Shea, 2021; Santarelli, 2021).

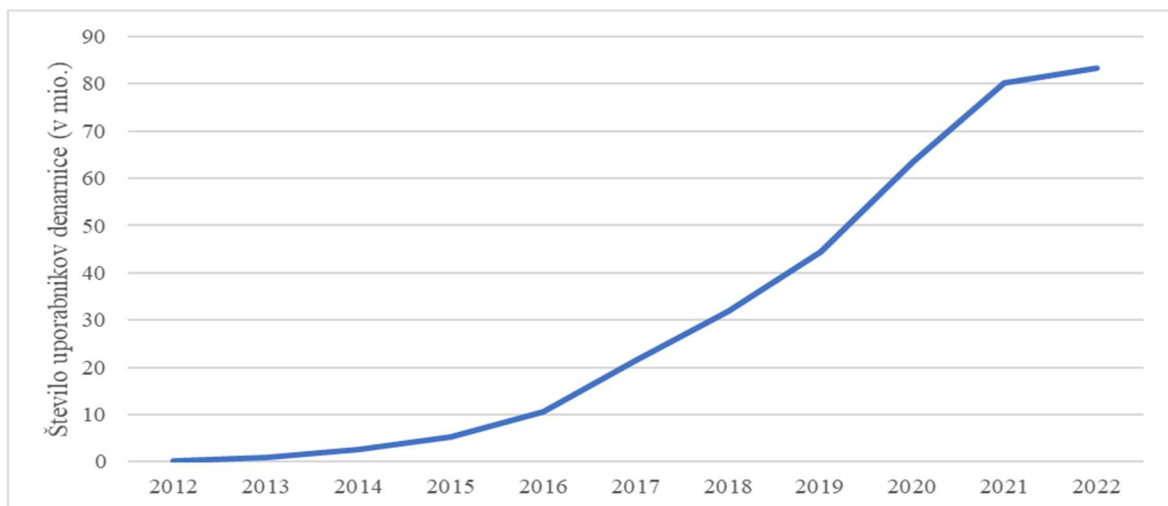
Trg nepremičnin predstavlja potencialno dobro in privlačno naložbo predvsem takrat, ko cene nepremičnin rastejo in so donosi iz naslova najemnin relativno visoki (Finančni trgi, 2017). Omenjene naložbe so privlačne tudi zaradi njihove stabilnosti, saj se sredstva investira na daljši rok. Naložba v nepremičnino tako omogoča edinstveno kombinacijo varnosti, stalnega denarnega toka in velike možnosti za visoke kapitalske dobičke (Santarelli, 2021). Nepremičnine omogočajo investitorjem dodatno razpršenost naložbenega portfelja, saj si lahko z diverzifikacijo in stabilnostjo finančnega instrumenta zmanjšajo tveganje portfelja (Finančni trgi, 2017).

Pomembno negativno stran naložb v nepremičnine predstavljajo začetne investicije, saj so te v primerjavi z varčevanjem v skladih bistveno višje (lahko tudi nekaj 100.000 EUR). Med negativne lastnosti spada še likvidnostno tveganje, saj investitor marsikdaj ne more prodati nepremičnine zelo hitro oziroma po dovolj visoki ceni. Če investitor potrebuje sredstva, ki jih je imel namen investirati, prej kot na primer v obdobju desetih let, potem takšna naložba zanj ni primerna, saj investicije v nepremičnine predstavljajo najmanj likvidne naložbe (Finančni trgi, 2017).

## Priloga 2: Digitalne valute

Kriptovalute predstavljajo digitalni žeton, ki ima tržno vrednost in s katerim se trguje na borzah, enako kot z delnicami (Laurence, 2017). Pred nekaj leti je investiranje v omenjeni finančni instrument postalo eno izmed mnogokrat uporabljenih načinov vlaganja lastnih sredstev. Prvi pomemben porast števila uporabnikov denarnice veriženja podatkov (angl. *blockchain wallet*) je bil iz leta 2012 na leto 2013, saj je bilo ob zaključku leta 2012 le 70.669 uporabnikov iz vsega sveta, ob zaključku leta 2013 pa že kar 915.642 uporabnikov. Od leta 2013 naprej je število uporabnikov iz celotnega sveta naraščalo (Blockchain.com, brez datuma; Statista, 2021). Ob zaključku leta 2021 je bilo zabeleženih 80,24 mio. uporabnikov denarnice veriženja podatkov, ob zaključku obdobja januar–junij (v času iskanja zadnji znani podatki) v letu 2022 pa 83,29 mio. uporabnikov (Statista, 2022c). Rast števila uporabnikov omenjene denarnice je prikazana na sliki 5.

Slika 5: Število uporabnikov denarnice veriženja podatkov, 2012–2020 (v mio)



Vir: Blockchain.com (brez datuma), Statista (2021).

Posamezniki so začeli investirati v kriptovalute zaradi različnih motivov, kot so nove investicijske priložnosti, neodvisnost od monetarne politike centralnih bank, visoki donosi in anonimnost (Postbank, 2018), ker omenjeni instrument predstavlja prihodnost spletnega nakupovanja (Exton & Doidge, 2018), zaradi večje razpršenosti naložbenega portfelja, možnosti hitrega zaslužka dodatnih sredstev (FCA, 2019) in podobno.

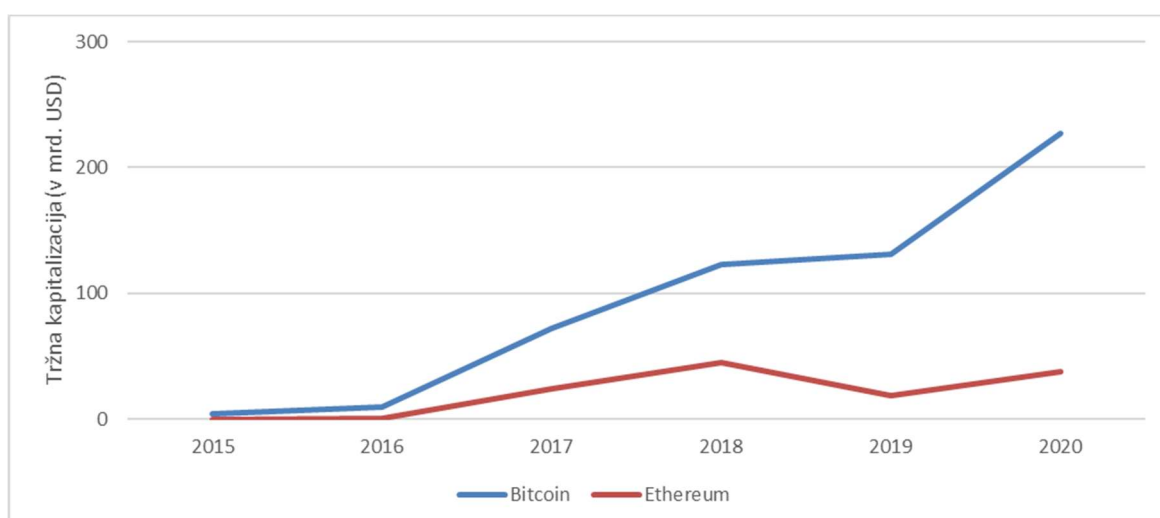
Tehnologija veriženja podatkovnih blokov (angl. blockchain) predstavlja podatkovno strukturo, ki omogoča ustvarjanje digitalne knjige podatkov in njeno skupno rabo med različnimi mrežami neodvisnih strank (Laurence, 2017). Rosic (2020) navaja, da kriptovalute izkoriščajo tehnologijo veriženja podatkovnih blokov za pridobitev preglednosti in nespremenljivosti vnesenih podatkov. Za kriptovalute je značilna decentralizacija, saj v omrežju ni centralnega nadzornega organa. V primeru, da se del

omrežja izklopi, bo plačilni sistem na preostalih mestih še naprej deloval stabilno (Bunjaku, Gjorgieva-Trajkowska & Miteva-Kacarski, 2017).

Blokovno veriženje je sestavljeno iz treh jedrnih enot – bloka, verige in omrežja. Blok predstavlja seznam transakcij, ki so bile za izbrano obdobje zabeležene v digitalni knjigi podatkov. Veriga predstavlja povezavo med posameznimi bloki in s tem ustvari matematično zaupanje med verigami blokov. Omrežje pa je sestavljeno iz polnih vozlišč. Primer vozlišč je računalnik, ki izvaja algoritem za zaščito omrežja. Vsako vozlišče vsebuje popoln zapis vseh transakcij, ki so bile kdaj zabeležene v tej verigi blokov (Laurence, 2017).

Obstajajo različni tipi blokovnega veriženja: javno blokovno veriženje, ki je dostopno za vsakogar (Laurence, 2017) (na primer bitcoin, ethereum, litecoin, monero; Rosic, 2020), dovoljeno veriženje blokov, ki dodeljuje dovoljene vloge posameznikom omenjenega omrežja (na primer Ripple), ter zasebno veriženje, kjer je članstvo pod strogim nadzorom. Vse tri vrste blokovnih verig uporabljajo kriptografijo, ki vsakemu udeležencu na katerem koli omrežju omogočijo varno upravljanje knjig (Laurence, 2017). Na sliki 6 je za obdobje 2015–2020 prikazano gibanje dveh glede na tržno kapitalizacijo največjih kriptovalut – bitcoina in ethereuma. Iz slike je razvidna postopna rast tržne kapitalizacije posamezne kriptovalute. V izbranem obdobju je do močnega povečanja tržne kapitalizacije bitcoina prišlo leta 2017 (na 72 mrd. USD) in 2020 (na 227 mrd. USD). V letu 2017 se je tržna kapitalizacija bitcoina glede na preteklo leto povečala za kar 87 %, v letu 2020 pa glede na leto 2019 za kar 42 %. Pomembna rast vrednosti tržne kapitalizacije ethereuma je bila prvič zabeležena leta 2016 (na 0,8 mrd. USD), leta 2017 (na 24 mrd. USD) in leta 2018 (na 45 mrd. USD). Pri ethereumu je prišlo v letu 2019 do pomembnega zmanjšanja tržne kapitalizacije, in sicer iz 45 mrd. USD v letu 2018 na le 19 mrd. USD, nato pa je njegova tržna kapitalizacija ponovno narastla v letu 2020.

*Slika 6: Gibanje tržne kapitalizacije bitcoina in ethereuma, 2015–2020 (v mrd. USD)*



*Vir: Statista (2022a), Statista (2022b).*

Podzvrsti kriptovalut so podobne elektronskim gotovinskim sistemom. Ti sistemi omogočajo uporabnikom pošiljati in prejemati denar prek spleta po nižjih stroških, kot jih zaračunavajo tradicionalni bančni sistemi (Salwan, 2021). Za bitcoin namreč velja, da ima določeno kvoto za ustvarjanje novih žetonov, ta kvota pa se nahaja pri 21 milijonih kovancev (Chakravarty & Sarkar, 2020). Kriptovalute so velikokrat poimenovane kot digitalno zlato (Rosic, 2020), saj imajo med drugim vse lastnosti, kot jih ima denar – vzdržljivost, prenosljivost, deljivost, zamenljivost in pomanjkanje, so odporne na ponarejanje ter so odlične za shranjevanje vrednosti (Salwan, 2021).

Prednost tehnologije veriženja podatkovnih blokov predstavlja preglednost, saj ko so podatki enkrat vpisani v zbirko podatkovnih blokov, jih je skoraj nemogoče odstraniti ali spremeniti. Blokovo veriženje ohranja transakcijsko sled posameznikov za vedno, kar pripomore k preprečevanju kakršnih koli anomalij, kot so nakupi nezakonitih surovin, tihotapljenje denarja iz države (Laurence, 2017), financiranje terorizma, tveganje vdora in pranje denarja (Bunjaku, Gjorgieva-Trajkowska & Miteva-Kacarski, 2017). Neomejene možnosti transakcij in hitrost transakcij predstavljajo pozitivno stran kriptovalut, saj lahko vsak od imetnikov denarnice plača komurkoli, kjerkoli in kadarkoli poljuben znesek (Bunjaku, Gjorgieva-Trajkowska & Miteva-Kacarski, 2017). Investicija v kriptovalute prav tako omogoča investitorjem dodatno razpršenost naložbenega portfelja (Salwan, 2021). Med prednosti se uvršča še deljivost kriptovalut, saj lahko znaša najmanjši del na primer bitcoina 0,00000001 BTC (Tasca, 2016).

Pomembno slabost kriptovalut pa predstavlja novejša tehnologija, kjer pravila, ki jo urejajo, še niso v celoti razvita (Laurence, 2017). Investiranje v kriptovalute predstavlja tveganje, ki je povezano z volatilitnostjo in fluktuacijo (Salwan, 2021). Posamezni investitorji svojih sredstev ne želijo investirati v kriptovalute predvsem zaradi pomanjkanja zadostnega znanja o omenjenem instrumentu, strahu pred vdori in krajo sredstev, pomanjkanja nadzora s strani pooblaščenih ustanov (države, bank), pomanjkanja depozitnega zavarovanja (Postbank, 2018), pa tudi, ker je ravnanje s kriptovalutami preveč zapleteno (Bitkom, 2019), ker je investiranje v izbrani instrument bolj tvegano od investicije v, na primer, nepremičnine, delnice in podobno (Exton & Doidge, 2018; Steinmetz, Von Meduna, Ante & Fiedler, 2021).

Predhodno predstavljeni finančni instrumenti za investiranje presežnih sredstev so investitorjem dostopni v različnih oblikah. To pomeni, da lahko investitor neposredno oziroma samostojno investira v predstavljen instrument, lahko pa se odloči za posredno investiranje prek vzajemnih skladov, ki so predstavljeni v poglavju 3. Portfelji različnih vrst skladov (vzajemnih, indeksnih) so namreč sestavljeni iz skupka različnih finančnih instrumentov (delnic, obveznic in podobno).



### Priloga 3: Čista vrednost sredstev delniških in obvezniških vzajemnih skladov

Tabela 13: ČVS delniških vzajemnih skladov, 2011–2020 (v mio. EUR)

Sektor	Vzajemni sklad	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tehnologija	NLB Visoka tehnologija	4,93	6,21	9,58	15,05	19,87	25,99	44,39	48,44	72,71	114,70
	Triglav Tehnologija	/	/	/	/	/	/	/	/	/	25,42
	Generali Tehnologija	2,40	6,13	10,72	15,78	27,37	30,77	27,63	24,90	34,47	55,74
	Infond Tehnologija	0,56	0,62	3,80	6,85	11,62	13,78	27,20	29,45	45,79	69,83
Zdravstvo, farmacija	NLB Farmacija in zdravstvo	4,81	9,23	18,17	38,30	59,66	53,17	48,73	49,57	69,56	107,02
	Triglav Zdravje in farmacija	1,40	4,85	7,15	16,62	22,95	19,40	18,17	18,04	21,67	52,28
	Generali Vitalnost	5,03	9,02	19,18	25,46	31,20	31,06	24,73	26,56	40,25	46,53
	Infond Zdravstvo	3,34	7,99	16,01	28,26	35,10	26,64	22,98	23,92	26,60	24,58
Energetika	NLB Naravni viri	8,80	7,30	5,16	4,25	4,03	8,21	9,25	8,84	8,28	8,25
	Triglav Naravni viri	/	/	/	/	/	3,33	3,49	3,16	3,67	/
	Generali Surovine in energija	6,36	7,40	10,55	9,65	6,68	12,41	7,92	7,71	7,70	6,03
	Infond Surovine in energija	7,02	6,33	5,68	5,53	5,62	7,57	6,21	4,88	4,07	3,21
ZDA	NLB ZDA	/	/	0,18	0,88	1,94	4,99	5,66	6,44	12,58	15,44
	Triglav Severna Amerika	5,68	7,13	10,61	13,47	20,51	13,11	10,40	22,75	30,92	41,70
	Generali Amerika	/	/	/	/	/	7,71	16,65	14,87	14,94	23,98
	Infond ZDA	2,15	3,37	4,24	5,02	6,46	7,62	8,83	8,95	10,77	8,93
Razviti trgi	NLB Svetovni Razviti trgi	30,77	34,81	43,53	45,89	56,70	59,10	67,11	62,48	87,04	88,12
	Triglav Svetovni razviti trgi	7,69	15,11	26,79	37,29	51,34	50,85	48,41	45,40	56,41	107,93
	Generali Globalni	46,08	47,71	23,70	31,03	25,56	25,03	25,30	21,02	22,15	19,75
	Infond Razviti trgi	18,52	18,38	27,72	33,15	37,67	33,05	37,27	34,42	44,20	44,53

Vir: Generali Krovni sklad (2021); KBM Infond (2013), KBM Infond (2015), KBM Infond (2017), KBM Infond (2019); KD Delniški dohodkovni (2013), KD Krovni sklad (2013), KD Krovni sklad (2015), KD Krovni sklad (2017), KD Krovni sklad (2019); NLB Skladi (2013), NLB Skladi (2015), NLB Skladi (2017), NLB Skladi (2019), NLB Skladi (2021a); Sava Infond (2021a); Triglav Skladi (2013), Triglav Skladi (2015), Triglav Skladi (2016), Triglav Skladi (2017), Triglav Skladi 82018), Triglav Skladi (2019), Triglav Skladi (2021b).

Tabela 14: ČVS obvezniških vzajemnih skladov, 2011–2020 (v mio. EUR)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NLB Podjetniške obveznice	24,82	29,15	34,99	50,79	59,30	77,61	76,47	72,26	87,80	91,21
Triglav Obvezniški	7,11	8,79	7,25	8,63	12,36	17,55	24,23	28,60	32,93	52,63
Generali Corporate Bonds	/	/	/	/	/	/	7,11	4,24	5,61	6,88
Infond Obvezniški	3,83	5,30	1,31	2,90	4,54	7,33	8,35	8,79	15,22	16,91

Vir: Generali Krovni sklad (2021); KBM Infond (2013), KBM Infond (2015), KBM Infond (2017), KBM Infond (2019); KD Delniški dohodkovni (2013), KD Krovni sklad (2013), KD Krovni sklad (2015), KD Krovni sklad (2017), KD Krovni sklad (2019); NLB Skladi (2013), NLB Skladi (2015), NLB Skladi (2017), NLB Skladi (2019), NLB Skladi (2021a); Sava Infond (2021a); Triglav Skladi (2013), Triglav Skladi (2015), Triglav Skladi (2016), Triglav Skladi (2017), Triglav Skladi (2018), Triglav Skladi (2019), Triglav Skladi (2021b).