

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**PRIMERJAVA USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA VZAJEMNIH
SKLADOV Z USPEŠNOSTJO UPRAVLJANJA
PORTFELJEV V INDIVIDUALNEM UPRAVLJANJU
PREMOŽENJA**

Ljubljana, april 2008

ANDRAŽ VRH

IZJAVA

Študent Andraž Vrh izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aljoše Valentinčiča in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 07. 04. 2008

Podpis: _____

KAZALO

1.	UVOD.....	1
1.1.	Namen in cilj magistrskega dela.....	3
1.2.	Metode dela	4
2.	RAZLIČNE MOŽNOSTI INVESTIRANJA DENARJA ZA SLOVENSKEGA INVESTITORJA	5
2.1.	Varčevanje v bančnih depozitih	7
2.2.	Varčevanje v vzajemnih skladih.....	9
2.3.	Trgovanje z vrednostnimi papirji	11
2.4.	Druge naložbene možnosti	15
3.	INDIVIDUALNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA PRI SLOVENSКИH PONUDNIKIХ STORITVE.....	18
3.1.	Opredelitev individualnega upravljanja premoženja.....	18
3.2.	Slovenska zakonodaja s področja individualnega upravljanja premoženja.....	21
3.2.1.	Zakon o trgu vrednostnih papirjev.....	22
3.2.2.	Zakon o trgu finančnih instrumentov	22
3.2.3.	Drugi predpisi, ki urejajo storitev individualnega upravljanja premoženja	25
3.3.	Naložbena politika pri individualnem upravljanju premoženja	26
3.4.	Stroški in provizije	26
3.5.	Davčni vidik individualnega upravljanja premoženja.....	28
3.5.1.	Davčni vidik pri fizičnih osebah.....	28
3.5.2.	Davčni vidik pri pravnih osebah.....	29
4.	VZAJEMNI SKLADI PRI SLOVENSКИH DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE	31
4.1.	Opredelitev vzajemnega sklada.....	31
4.2.	Slovenska zakonodaja s področja vzajemnih skladov	33
4.3.	Oblike investicijskih skladov	35
4.3.1.	Oblike skladov glede na naložbeno politiko.....	35
4.3.2.	Oblike skladov glede na možnost unovčenja	36
4.3.3.	Oblike skladov glede na hitrost obračanja sredstev.....	37
4.4.	Naložbena politika pri upravljanju vzajemnih skladov	37
4.5.	Stroški in provizije vzajemnih skladov	39
4.6.	Davčni vidik trgovanja s točkami vzajemnih skladov.....	40
4.6.1.	Davčni vidik pri fizičnih osebah.....	40
4.6.2.	Davčni vidik pri pravnih osebah.....	41
5.	PRIMERJAVA USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA POVPREČNEGA PORTFELJA V INDIVIDUALNEM UPRAVLJANJU PREMOŽENJA S POVPREČNIM VZAJEMNIM SKLADOM PRI SLOVENSКИH PONUDNIKIХ STORITEV	41
5.1.	Donos in donosnost	43
5.1.1.	Donosnost povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja ...	45

5.1.2.	Donosnost povprečnega vzajemnega sklada	46
5.1.3.	Primerjava donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega vzajemnega sklada	47
5.1.4.	Statistično preizkušanje domneve o enakosti donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega vzajemnega sklada.....	47
5.2.	Tveganje	49
5.2.1.	Tveganje povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja	51
5.2.2.	Tveganje povprečnega vzajemnega sklada	52
5.2.3.	Primerjava tveganja povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega vzajemnega sklada	52
5.3.	CAPM model in merjenje uspešnosti upravljanja.....	52
5.3.1.	Sharpeov koeficient.....	54
5.3.2.	Kazalnik Sortino.....	56
5.3.3.	Treynorjev koeficient	59
5.3.4.	Informacijski koeficient	65
5.3.5.	Merilo M^2	68
5.4.	Ocena rezultatov.....	70
6.	SKLEP.....	71
	LITERATURA.....	73
	VIRI	77

UVOD

Finančna panoga je v zadnjih letih eno najhitreje rastočih segmentov razvitih gospodarstev, od koder se ideje in načini dela izredno hitro selijo tudi na razvijajoče se svetovne trge. Po podatkih Urada za makroekonomske analize in razvoj (Ekonomsko ogledalo, 2007, str. 2) je znašal v Sloveniji leta 2003 delež finančnih storitev v bruto domačem proizvodu 3,9 %, v letu 2006 je bil ta delež 4 %, medtem ko naj bi se glede na napovedi v letu 2009 omenjena vrednost povzpela na 4,5 %. Globalizacija je tudi na finančnem področju pustila svoj pečat, kar investitorjem omogoča nalaganje denarja ne glede na državne, geografske, verske ali jezikovne meje. Še ne dolgo nazaj so investirali predvsem ljudje, ki so imeli večja finančna sredstva oziroma so se z možnostmi investiranja spoznali v tujini, danes pa imajo to možnost tudi tisti, ki lahko privarčujejo mesečno že manjše zneske. Vse širša finančna ponudba prispeva k vse bolj strukturiranim in investitorju prilagojenim produktom, denar pa se iz investicijskih skladov in delnic seli v izvedene finančne produkte, ki zaradi finančnih vzvodov in ugodnega davčnega položaja predstavljajo zajeten, čeprav vrednostno težko ovrednoten del celotnega prometa na svetovnih borzah. Po podatkih Banke za mednarodne poravnave (Semiannual OTC derivatives statistics, 2007, Tabela 19) je znašala konec junija 2007 skupna vrednost odprtih pozicij izvedenih finančnih instrumentov 516.407 milijard USD, pri čemer je na polletni ravni zrasla za 24,65 % ter na letni ravni za 39,76 %.

Investiranje denarja na kapitalskih trgih je le eden od možnih načinov plemenitenja sredstev, vendar pa sodi med bolj donosne oblike. V zadnjih desetih letih je s pomočjo investicij na trgu kapitala ob bikovskem trendu na Ljubljanski borzi¹ marsikateremu investitorju uspelo v precejšnji meri povečati vrednost svojega premoženja. Še številčnejše primere finančnih uspehov na borznih in nepremičninskih trgih pa lahko najdemo v tujini. Po podatkih ameriške agencije za finančno raziskovanje TNS Financial Services (29. 3. 2006) je imelo v letu 2005 v Združenih državah Amerike 8,9 milijona gospodinjstev več kot milijon dolarjev neto premoženja, kar je kar 8 % več kot leto prej, bogastvo pa so uspeli povečati tudi s pomočjo investiranja na borzah. Investicijska banka Merrill Lynch in svetovalna družba Capgemini v raziskovalni nalogi o svetovnem bogastvu (World Wealth Report, 2007, str. 2) ugotavljata, da se je v letu 2006 skupna neto vrednost premoženja več kot milijon dolarjev vrednih posameznikov povzpela za 11,4 % na 37,2 bilijona USD. Pri tem se je število posameznikov po svetu, katerih premoženje je vredno več kot milijon dolarjev povzpelo za 8,3 %, število posameznikov, katerih premoženje je vredno več kot 30 milijonov dolarjev pa kar za 11,3 % na 94.970.

Slovenski investitorji imajo pri izboru finančnih produktov izredno pestro paleto storitev, vendar pa se je potrebno pred vstopom na kapitalske trge najprej vprašati, ali želimo svoj

¹ Indeks SBI20 je med 1. 7. 1997 in 30. 6. 2007 porasel za 7,88-krat (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 9. 7. 2007).

denar upravljati samostojno ali bomo nakupne in prodajne odločitve prepustili strokovnjakom. Z odgovorom na to vprašanje lahko namreč precej zožimo izbor storitev ter poskrbimo, da bo ob koncu izbrana storitev resnično prilagojena našim investicijskim željam in potrebam. V magistrski nalogi se bom usmeril v raziskovanje storitev, v okviru katerih za investitorjevo premoženje skrbijo strokovnjaki, in sicer bom primerjal uspešnost upravljanja vzajemnih skladov z uspešnostjo upravljanja portfeljev v individualnem upravljanju premoženja pri slovenskih ponudnikih teh storitev.

Individualno upravljanje premoženja, ki je po Zakonu o trgu finančnih instrumentov (v nadaljevanju ZTFI, 2007) opredeljeno kot »gospodarjenje s finančnimi instrumenti«, je namenjeno fizičnim in pravnim osebam z večjimi premoženjskimi sredstvi, ki za učinkovito nalaganje le-teh na borznih trgih nimajo dovolj časa, znanja ali informacij. Združuje več dejavnikov, od osebnega finančnega načrtovanja preko optimizacije stroškov do davčnega vidika. Predstavlja specializacijo v okviru investicijskega upravljanja in je osredotočeno predvsem na bogatejše posameznike (Jennings, Reichenstein, 2006, str. 1). Obstajajo različne strategije upravljanja premoženja strank, ki se razlikujejo glede na cilje in potrebe, ki jih ima investitor. Konzervativni vlagatelji preferirajo stabilnost in večji delež naložb z vnaprej predvidljivimi denarnimi tokovi, medtem ko si investitorji z večjo željo po zaslužku želijo dinamično in agresivno naložbeno politiko. Tehnično je postopek individualnega upravljanja premoženja precej podoben samostojnemu trgovanju, le da vse naložbene odločitve namesto stranke sprejemajo upravljavci premoženja, zaposleni pri borzno posredniški hiši ali banki.

Za razliko od portfelja v individualnem upravljanju premoženja je vzajemni sklad investicijska družba, ki sprejema denar večjega števila varčevalcev, zbrana sredstva pa nato investira v različne finančne produkte, kot so delnice, obveznice, kratkoročni finančni instrumenti, itd. (Besley, Brigham, 2003, str. 97). Industrija vzajemnih skladov se hitro odziva na zahteve vlagateljev in tržne razmere, zaradi česar je bil v letu 2006 v Sloveniji opazen občuten porast števila investicijskih skladov, kar se je odražalo v 44-ih novo ustanovljenih vzajemnih skladih. S tem se je število vzajemnih skladov v letu 2006, v primerjavi s preteklim letom, skoraj podvojilo, za novo ustanovljene vzajemne sklade pa je značilna ožje geografsko in panožno opredeljena naložbena politika (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 30).

Večina investitorjev se zaveda, da neposredna primerjava donosnosti med portfeljem v individualnem upravljanju premoženja in določenim vzajemnim skladom zaradi različnih naložbenih politik, hitrosti obračanja naložb, višine izpostavljenosti sredstev do posamezne naložbe, stroškov ter ostalih lastnosti ni najbolj smiselna. Obstaja pa še vedno velik delež investitorjev, ki za razumevanje slednjega potrebujejo precej poglobljeno razlago. Donosnost portfelja v individualnem upravljanju premoženja običajno primerjajo z donosnostjo vzajemnega sklada, ki ima v določenem trenutku boljši rezultat ter se celo

med konkurenco vzajemnih skladov uvršča v sam vrh. Sicer se skozi čas zaradi spreminjanja razmer na trgih kot primerjava portfelju v individualnem upravljanju premoženja omenjajo različni vzajemni skladi, največkrat pa so izpostavljeni skladi z najvišjimi donosnostmi v določenem obdobju. Posledično upravljavci premoženja strank in vzajemnih skladov veliko svojega časa namenjajo komunikaciji s tovrstnimi investitorji, saj lahko pomanjkljivo razumevanje naložbenih politik in načina upravljanja denarja pripelje do nezadovoljstva investitorjev ter celo do izplačila strankinih sredstev. Cilj individualnega upravljanja premoženja, glede na vzajemne sklade, namreč ni v vsakem trenutku dosegati višji donos, pač pa je cilj skozi daljše obdobje dosegati višji donos glede na razmere na trgih in primerljive naložbe (angl. benchmark) ter višji oziroma nadpovprečen donos glede na povprečje donosnosti košarice vzajemnih skladov.

Poleg donosa je pri investicijskih odločitvah ključna kategorija tveganje. O tveganju govorimo takrat, ko prihodnji denarni donosi niso poznani z gotovostjo temveč samo z verjetnostno porazdelitvijo. Tveganje je torej verjetnost, da bo dejanski donos drugačen od pričakovanega (Brigham, Daves, 2002, str. 55). Generalno gledano je tveganje vzajemnega sklada običajno nižje od tveganja portfelja v individualnem upravljanju premoženja, saj ima vzajemni sklad bistveno večjo razpršenost sredstev ter s tem manjšo možnost izgube ob morebitnem propadu katere od naložb. Vendar pa je pri tveganju potrebno upoštevati tudi odzivnost naložbene politike. Upravljavec portfelja v individualnem upravljanju lahko namreč ob neugodnih razmerah na trgih naložbe v celoti proda ter z denarjem počaka na spodbudnejše informacije, poleg tega pa lahko naložbeno politiko v času upravljanja tudi spreminja, kar prispeva k znižanju tveganja.

1.1. Namen in cilj magistrskega dela

Pri različnih vrstah naložb ter različnih finančnih produktih obstaja množica načinov merjenja njihove uspešnosti upravljanja. Številni investitorji dajo največjo prednost primerjavi donosnosti, mnogim je to celo edino merilo uspešnosti naložbe ali produkta, vendar pa slednje ni vedno najbolj smiselno. Podobno neposredna primerjava donosnosti različnih vzajemnih skladov ter posameznega ali več portfeljev v individualnem upravljanju premoženja zaradi številnih dejavnikov ni smiselna. Produkta se namreč razlikujeta po mnogih karakteristikah, ki sicer vplivajo na donosnost, a so njihovi doprinosi k slednji pri obeh načinih plemenitenja denarja precej različni. Investitorji se pri spremljanju preteklih rezultatov vse prevečkrat osredotočajo zgolj na donosnost ter pri tem pozabljajo na tveganje, ročnost ter naložbeno politiko posameznega produkta.

Temeljni cilj magistrskega dela je priti do spoznanja, kateri način upravljanja sredstev je uspešnejši – individualno upravljanje premoženja oziroma upravljanje vzajemnih skladov pri slovenskih ponudnikih storitev. Hkrati je cilj prikazati ključne razlike obeh načinov

nalaganja denarja ter opredeliti, zakaj neposredna primerjava donosnosti pri obeh finančnih storitvah ni upravičena. Medtem ko cilj predstavlja končni rezultat, do katerega želimo priti, predstavlja namen šele usmerjenost k uresničitvi cilja ter vzroke, zakaj smo si cilje zastavili. V primeru mojega magistrskega dela je razlog ta, da v slovenskem prostoru ni gradiva, ki bi na transparenten in kakovosten način prikazovalo razlike upravljanja pri storitvah individualnega upravljanja premoženja ter vzajemnih skladov, hkrati pa nisem zasledil tudi izračunov, ki bi merili uspešnost upravljanja obeh storitev. Namen je torej doseči cilje s pomočjo teoretičnega in empiričnega raziskovalnega metodološkega pristopa, na podlagi katerega bo moč na verodostojen način sklepati, kateri način upravljanja sredstev je uspešnejši. Kot osnova za primerjavo je izbranih 10 portfeljev v individualnem upravljanju premoženja pri eni od večjih slovenskih borzno posredniških hiš ter 10 slovenskih vzajemnih skladov s primerljivo naložbeno politiko. Na podlagi preteklih podatkov bom tako v magistrski nalogi skušal dokazati, da je v štiriletnem obdobju povprečna donosnost sredstev, ki jih ima stranka v upravljanju pri borzno posredniški hiši višja kot pri vzajemnem skladu, hkrati pa bom skušal tudi dokazati, da je razmerje med tveganjem in donosnostjo pri individualnem upravljanju premoženja bolj optimalno kot pri vzajemnem skladu.

1.2. Metode dela

Metodološki prijemi pri izdelavi magistrskega dela temeljijo na metodah znanstvenega raziskovanja. Izhodišče pri preučevanju magistrske naloge je v prvem, teoretičnem delu, opredelitev individualnega upravljanja premoženja ter vzajemnih skladov z davčnega, zakonskega, stroškovnega ter vidika naložbene politike. V drugem, empiričnem delu raziskave je uporabljena metoda kvalitativne in kvantitativne analize kot osnovna podporna metoda, ki omogoča členitev celotnega sistema na enostavnejše sestavne dele in preučevanje vsakega elementa posebej in v razmerju do drugih elementov ter njihovo strukturno povezanost v celoto.

Pri izdelavi magistrskega dela bom uporabljal literaturo domačih in tujih avtorjev, objavljeno v knjigah, člankih, prispevkih ter internetnih straneh s področja upravljanja vzajemnih skladov ter individualnega premoženja strank. Poleg tega bom uporabljal tudi nekatera interna gradiva ene od večjih slovenskih borzno posredniških hiš in ene večjih slovenskih družb za upravljanje. Individualno upravljanje premoženja je v slovenskem prostoru relativno nova storitev, zato je količina domačega gradiva na to temo omejena in se bom posledično omejil predvsem na tujo literaturo. Poleg strokovne literature bom pri snovanju magistrskega dela uporabil lastna znanja, pridobljena med študijem v okviru magistrskega programa ter izkušnje pri opravljanju svojega poklica.

Magistrsko delo je sestavljeno iz petih poglavij, v katerih se bodo skozi podpoglavja prepletale obravnavane teme posameznega področja. V prvem poglavju so strnjene uvodne misli, v drugem so opredeljeni vsi pomembnejši načini plemenitenja denarja z večjim poudarkom na tistih, ki sodijo med bolj pogosto izbiro investitorjev. Tretje poglavje je osredotočeno na individualno upravljanje premoženja, ki v zadnjih letih pridobiva na pomenu ter za katerega se poleg vse večjega števila pravnih oseb odločajo predvsem premožnejši posamezniki. Na podoben način so v četrtem poglavju opredeljeni vzajemni skladi, za katere se običajno odločajo manjši investitorji, ki pa zelo pogosto svoje vloške vplačujejo rentno na določeno obdobje, najpogosteje na mesečni ali dvomesečni ravni. Podobno kot tretje poglavje, ki govori o individualnem upravljanju premoženja, je tudi četrto poglavje organizirano v podpoglavjih, ki storitev opisujejo z davčnega, stroškovnega, zakonskega vidika ter vidika naložbene politike. Peto poglavje predstavlja praktičen del magistrske naloge in je hkrati njen poglaviten del. V njem so najprej opisani postopki, na podlagi katerih lahko primerjamo uspešnost upravljanja portfeljev v individualnem upravljanju premoženja z uspešnostjo upravljanja vzajemnih skladov, opredeljeni pa so tudi vzorci, reprezentativno obdobje ter načini izračunavanj. V nadaljevanju petega poglavja je izračunanih pet ključnih kazalnikov uspešnosti upravljanja, na podlagi katerih je moč dokazati, katero upravljanje je uspešnejše. Ti kazalniki so Sharpeov koeficient, keficient Sortino, Treynorjev koeficient, Informacijski koeficient ter merilo M^2 . Rezultati so podrobneje predstavljeni ob zaključku petega poglavja. Struktura poglavij je prilagojena osnovnemu cilju magistrske naloge, upošteva problematiko in namen dela ter skozi poglavja razvija in potrjuje postavljeno tezo magistrskega dela. Delo se zaključuje s sklepnimi ugotovitvami.

2. RAZLIČNE MOŽNOSTI INVESTIRANJA DENARJA ZA SLOVENSKEGA INVESTITORJA

Slovenski investitorji imajo danes pri nalaganju denarja izredno pestro ponudbo finančnih produktov, ki vsak po svoje ponujajo široke naložbene možnosti ob različnih stopnjah tveganja in pričakovanih donosnosti. Predvsem je v zadnjih letih v Sloveniji viden občuten porast števila vzajemnih skladov, katerih skupno premoženje se je v prvi polovici leta 2007 povečalo za dobro tretjino, 30. 9. 2007 pa je vrednost sredstev slovenskih vlagateljev pri domačih ponudnikih storitve znašala 2,91 mrd EUR (Ekonomsko ogledalo, 2007, str. 9). Vendar pa so se poleg slednjih v portfeljih domačih vlagateljev hkrati z delnicami in obveznicami pričeli pojavljati tudi izvedeni in strukturirani finančni instrumenti, katerih ponudba se iz razvitih kapitalskih trgov seli na razvijajoča se tržišča ter s tem tudi v Slovenijo. V tem poglavju bom opisal različne možnosti varčevanja oziroma investiranja denarja za slovenskega investitorja na denarnem oziroma kapitalskem trgu, kjer bom kot

ključen kriterij razvrstitve upošteval tveganje, v zadnjem podpoglavju pa bom opredelil tudi nekatere druge, nekoliko manj pogoste oblike investiranja sredstev.

Zaradi razširjene ponudbe obstoječih finančnih produktov ter pojava novih instrumentov, se investitorji pred končno odločitvijo pogosto posvetujejo s finančnimi strokovnjaki, ki aktivno spremljajo razmere na trgih. Slednje je pomembno tudi zaradi morebitnih zavajanj investitorjev, ki se pojavljajo pred odločitvijo o investiranju oziroma napačno razumljenih tržnikov finančnih produktov, ki lahko pripeljejo do neželenih nevšečnosti. V Sloveniji, na primer, se že več let tržijo vzajemni skladi BNP Paribas, ki za opravljanje poslov nimajo dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), podatki o donosnostih skladov v njihovih predstavitvah pa so včasih tudi nekoliko pretirani (Gostiša, 19. 1. 2006). ATVP je zaradi tega celo izdala uradno Opozorilo vlagateljem, da »družba E&S, ki sklade BNP Paribas trži, nima dovoljenja za trženje skladov na področju Republike Slovenije ter da skladi BNP Paribas Worldselect oziroma BNP Paribas First Selection nimajo ustreznega dovoljenja ATVP za trženje v Republiki Sloveniji« (ATVP, 7. 7. 2007).

Kljub posvetovanju s strokovnjakom pa se mora investitor najprej sam odločiti, kakšne so njegove finančne potrebe ter v kakšni meri je nagnjen k tveganju. Farrell (1983, str. 20) trdi, da je temeljni cilj investicijskega procesa sestaviti premoženje, ki bo v največji možni meri omogočalo zadovoljevanje investitorjevih dolgoročnih ciljev glede opredeljene donosnosti ob čim manjšem tveganju. Razmerje med tveganjem in donosnostjo je po njem eno osnovnih načel poslovnih financ. Višje kot je tveganje, ki ga je investitor pripravljen sprejeti, večji so potencialni donosi. Seveda pa ni vsak investitor enako nagnjen do tveganja, zato ni vsaka naložba primerna za vsakega investitorja. Pojem investitorjeve nagnjenosti k tveganju se nanaša na pripravljenost in zmožnost investitorja, da sprejema negotovost glede nastopa negativnih donosov v njegovem portfelju. Zmožnost investitorja, da sprejema tveganje, je povezana z dejavniki, kot so njegova starost, družinski status, finančni cilji, potrebe, itd. Investicijska strategija mora biti usmerjena k usklajevanju tveganja, ki ga je investitor pripravljen ter zmožen nositi, in pričakovanega donosa (Farrell, 1983, str. 20–21).

V literaturi se pojavljajo različni cilji upravljanja premoženja, poglobitni med njimi, ki se razlikujejo po tveganju in donosnosti pa so: stabilnost glavnice, povečanje oziroma apreciacija kapitala ter maksimiziranje denarnega donosa (Levine, 1975, str. 1374–1375).

V kolikor je cilj investitorja stabilnost glavnice, se slednji usmeri predvsem na manj donosne, a hkrati manj tvegane finančne produkte. Najbolj pogosto se v portfeljih teh investitorjev pojavljajo nizko tvegane obveznice in instrumenti denarnega trga, medtem ko je delež delnic tu minimalen oziroma delnice v portfelju sploh niso prisotne. Ključni cilj pri tej strategiji je ohranjanje glavnice, kar pomeni doseganje donosnosti v okviru inflacije,

medtem ko je doseganje dodatne donosnosti nad inflacijo sekundarnega pomena. Kot ena od možnosti pri tej strategiji, so se pričeli pojavljati garantirani bančni depoziti, pri katerih banka jamči višino glavnice, medtem ko je višina njihove donosnosti vezana na gibanja kapitalskih trgov in ob ugodnih razmerah na borznih trgih omogočajo višje donosnosti od vezanih depozitov. Med prvimi je produkt v Sloveniji ponudila Bank Austria Creditanstalt, današnja Unicredit Bank. Namenjen je tistim, ki želijo višji donos, a brez velikega tveganja. Pri tem investitor ne plača vstopne provizije, stroškov upravljanja, vodenja in borznega posredovanja (BA-CA Ljubljana ponuja strukturirani depozit, 1. 3. 2007).

Temeljni cilj strategije povečanja oziroma apreciacije kapitala je povečanje investiranih sredstev ter predstavlja glede na strategijo stabilnosti glavnice bolj tvegano pot. Pri tem ni toliko pomembno, kdaj denarni tokovi nastajajo oziroma kdaj prejemamo denarna sredstva z naslova investicije, pač pa kako visoka je tržna vrednost premoženja ob realizaciji naložbe.

Cilj tretje strategije je maksimiranje denarnega donosa, kar pomeni, da investitorju ni pomemben zgolj čas prejema donosa pač pa tudi njegova višina. Tovrstni investitorji se običajno usmerjajo v delnice ali investicijske sklade z visoko dividendno donosnostjo (angl. dividend yield) oziroma vrednostne papirje z visokimi obrestmi.

2.1. Varčevanje v bančnih depozitih

Za varčevanje denarja v bančnih depozitih se odločajo najbolj konzervativni vlagatelji, ki v slovenskem finančnem sistemu še vedno predstavljajo največjo skupino. Slovenci smo v letu 2005 kar 43 % varčevanja oziroma 10,33 mrd EUR še vedno usmerjali v bančne depozite, medtem ko se pričnejo produkti kapitalskih trgov pojavljati šele po varčevanju oziroma nakupu nepremičnin (Bančni monitor 2005, 2005, str. 41). Bančni depoziti zaradi običajno vnaprej znane donosnosti nudijo najnižjo stopnjo tveganja, vendar pa so posledično tu najnižje tudi donosnosti.

Tabela 1: Donosnosti evrskih bančnih depozitov za znesek 10.000 EUR pri petih največjih bankah v Sloveniji za različna časovna obdobja, junij 2007

Banka	3-mesečna vezava	6-mesečna vezava	1-letna vezava	3-letna vezava
NLB d.d.	2,95 %	3,05 %	3,25 %	3,21 %
NKBM d.d.	3,25 %	3,45 %	3,89 %	3,94 %
Abanka d.d.	3,10 %	3,35 %	3,40 %	3,50 %
SKB banka d.d.	2,95 %	3,05 %	3,35 %	3,35 %
Bank Austria Creditanstalt d.d.	2,20 %	2,30 %	4,00 %	4,00 %
Povprečje	2,89 %	3,04 %	3,58 %	3,60 %

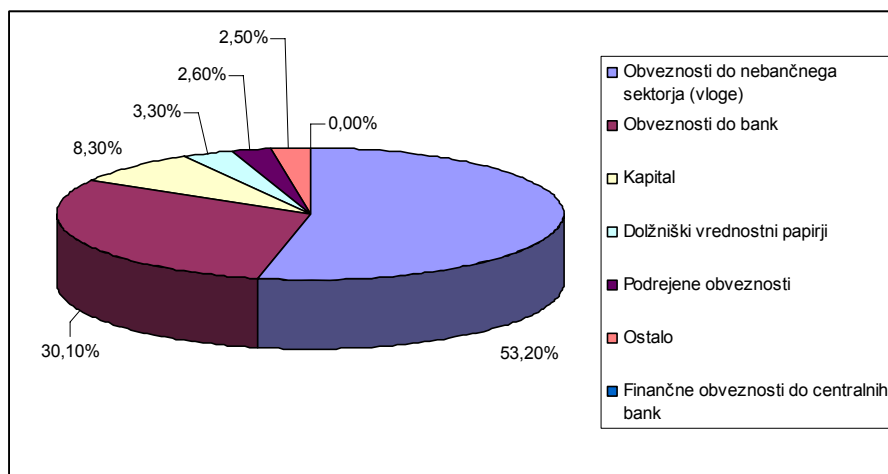
Vir: Spletne strani Nova ljubljanska banka d.d., Nova KBM d.d., Abanka d.d., SKB banka d.d., Bank Austria Creditanstalt d.d. (preimenovana v Unicredit Bank d.d.), 2007.

Iz Tabele 1 (str. 7) je razvidno, da so obrestne mere pri petih največjih slovenskih bankah različne, v povprečju pa za različna obdobja vezav ponujajo nominalne letne donosnosti v višini od 2,89 % do 3,60 %. Tveganje je pri vezavi sredstev med najnižjimi, saj centralna banka v primeru stečaja banke jamči za celotno bančno vlogo do zneska 22.000 EUR (Banka Slovenije, 6. 4. 2007).

V kolikor kot kriterij vzamemo velikost sredstev v bančnih depozitih, smo Slovenci še vedno precej konzervativni vlagatelji. Konec leta 2006 je skupna vrednost vlog gospodinjstev pri bankah znašala 11.077 mio EUR (Letno poročilo BS, 2006, str. 54), medtem ko je skupna vrednost obveznosti bank do celotnega nebančnega sektorja znašala 17.494 mio EUR (Letno poročilo BS, 2006, str. 54). Ob upoštevanju 2.010.377 prebivalcev Slovenije (Statistični urad RS, 6. 7. 2007), lahko sklepamo, da je konec leta 2006 znašala vrednost bančnih vlog gospodinjstev na prebivalca Slovenije 5.510 EUR.

Rast vlog nebančnega sektorja v letu 2006 ni sledila rasti bilančne vsote, čeprav je bila z 9,20 % največja v zadnjih štirih letih. Vlogam nebančnega sektorja, ki so obsegale 17,49 mrd EUR, je tako strukturni delež v bilančni vsoti padel ter ob koncu leta 2006 zajemal le še dobro polovico celotnih obveznosti. K rasti vlog nebančnega sektorja so z 747 mio EUR nominalno najbolj prispevale vloge gospodinjstev, ki so samo v decembru 2006 porasle za 344,68 mio EUR. Vloge nefinančnih družb so se po začetni stagnaciji v drugi polovici leta začele počasi krepiti ter do konca leta dosegle skromno 6,40 % rast. Banke so dobrih 60 % virov nebančnega sektorja pridobile v domači valuti. Vpliv prehoda na evro je bilo zaznati pri vlogah gospodinjstev, ki so se v decembru izrazito povečale, v skupni vsoti pa zaradi odliva vlog države učinek ni bil opazen. Tudi v letu 2006 so se z vidika ročnosti najbolj povečevale vpogledne vloge, po triletni stagnaciji pa so se za 8,30 % okrepile tudi dolgoročno vezane vloge (Letno poročilo BS, 2006, str. 53).

Slika 1: Povprečno stanje obveznosti slovenskega bančnega sektorja v letu 2006



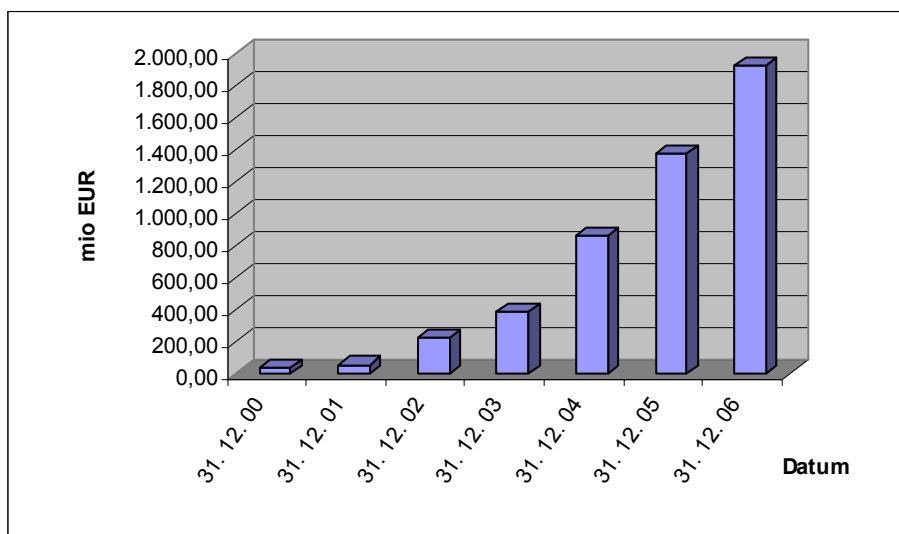
Vir: Letno poročilo BS, 2006, str. 56.

2.2. Varčevanje v vzajemnih skladih

Bančni depoziti so še vedno najbolj razširjen način varčevanja denarja, vendar se v zadnjem obdobju zaradi ugodnih razmer na kapitalskih trgih vse več investorjev odloča denar dolgoročno vlagati v različne investicijske sklade. Investicijski skladi so finančni posredniki, ki zbirajo denar individualnih vlagateljev ter ga naprej investirajo v široko paleto vrednostnih papirjev (angl. securities) ali drugih finančnih sredstev. Razpršitev sredstev je ključna ideja investicijskih skladov (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 108). Med investicijske sklade uvrščamo tudi vzajemne sklade. To so t.i. odprti investicijski skladi, ki zbirajo prihranke, tako da varčevalci kupijo njihove delnice oziroma točke. Odprti investicijski skladi se imenujejo zato, ker obseg izdanih točk ni omejen in se jih vsak dan izda toliko, kolikor je po njih povpraševanja. Lastniki delnic lahko te točke kadarkoli unovčijo pri vzajemnem skladu po dnevni tržni vrednosti, vendar pa točke sklada običajno niso predmet prodaje in nakupa na trgu vrednostnih papirjev. Tako mora imeti vzajemni sklad vedno dovolj rezerv v denarju, da lahko točke unovči (Mramor, 1993, str. 93). Vzajemni skladi so danes najbolj razširjena oblika investicijskih skladov, v katero je zbranih okrog 90 % vseh sredstev investicijskih skladov (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 112).

Panoga vzajemnih skladov se hitro odziva na zahteve vlagateljev in tržne razmere, zaradi česar je bil v letu 2006 v Sloveniji opazen porast števila investicijskih skladov ter večanje sredstev v skladih. Čista vrednost sredstev vzajemnih skladov je 31. 12. 2006 znašala 1.920,8 mio EUR (glej Sliko 2 na str. 10), kar pomeni 39,54 % povečanje glede na predhodno leto. Povečanje čiste vrednosti sredstev je posledica povečanja vrednosti premoženja vzajemnih skladov, ponudbe večjega števila novih vzajemnih skladov z raznovrstno naložbeno politiko in novih vplačil (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 31–32). Za novo ustanovljene vzajemne sklade je značilna ožje geografsko in panožno opredeljena naložbena politika. Ker z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU-1, 2005) investicijski skladi niso več, tako kot včasih, omejeni zgolj na naložbe na slovenskem trgu kapitala, je bil v strukturi sredstev vzajemnih skladov opazen porast deleža naložb v vrednostne papirje izdajateljev s sedežem izven Republike Slovenije, ki se bo v prihodnjih letih še povečeval (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 30).

Slika 2: Čista vrednost sredstev (ČVS) vzajemnih skladov v Sloveniji po letih v mio EUR, 31. 12. 2000–31. 12. 2006



Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 31–32.

Ob upoštevanju 2.010.377² prebivalcev Slovenije konec leta 2006, lahko razberemo, da je znašala 31. 12. 2006 vrednost sredstev v vzajemnih skladih na prebivalca Slovenije 955,44 EUR. Slednje predstavlja glede na podatke o vrednosti depozitov na prebivalca (str. 8, odst. 2) zgolj 17,34 % delež oziroma je vrednost depozitov na prebivalca Slovenije 5,77-krat višja od vrednosti sredstev v vzajemnih skladih na prebivalca.

Tabela 2: Struktura naložb slovenskih vzajemnih skladov, 31. 12. 2006

Naložba	Vrednost v mio EUR	Delež
Delnice	1.379,71	71,83 %
Obveznice	217,24	11,31 %
Depoziti	106,03	5,52 %
Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga	85,86	4,47 %
Enote premoženja oz. delnice investicijskih skladov	85,48	4,45 %
Denarna sredstva	42,45	2,21 %
Terjatve	4,03	0,21 %
Skupaj	1.920,80	100,00 %

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 32.

Tabela 2 prikazuje, da med naložbami vzajemnih skladov prevladujejo naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Teh je bilo ob koncu leta 2006 nekaj več kot 1.379 mio EUR, kar predstavlja 71,83 % vseh naložb. 818 mio EUR je bilo naloženo v delnice podjetij s sedežem izven Republike Slovenije. V letu 2006 so se naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, povečale za 63,50 %. Delež naložb v vrednostne papirje izdajateljev s sedežem izven Republike Slovenije se je

² Statistični urad RS, 2007.

postopno povečeval in je konec leta 2006 znašal 49,90 % (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 32).

Zaradi povečanega zanimanja vlagateljev za nalaganje sredstev v vzajemne sklade ter povečane ponudbe vzajemnih skladov na slovenskem trgu, se je število vlagateljev v vseh vzajemnih skladih do konca leta 2006 povečalo na 273.473, kar predstavlja 17 % porast glede na leto prej. Tržna koncentracija je bila še vedno zelo visoka, saj je bilo v treh, po višini čiste vrednosti sredstev največjih skladih, kar 37,20 % vseh vlagateljev. Se je pa kazal trend njenega upadanja glede na predhodna leta, saj se je njihov delež glede na leto 2005 zmanjšal za 8,30 odstotne točke (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 33).

2.3. Trgovanje z vrednostnimi papirji

Investitorji, ki želijo aktivno sodelovati na kapitalskih trgih ter se o investiranju svojega denarja odločati na podlagi lastnih znanj in izkušenj, se odločajo za samostojno trgovanje z vrednostnimi papirji v okviru storitve borznega posredovanja. Storitev borznega posredovanja je opredeljena v pogodbi o borznem posredovanju. Po Zakonu o trgu finančnih instrumentov (2007) je to pogodba, s katero se borzno posredniška družba zaveže opravljati nakupe in prodaje finančnih instrumentov v skladu z naročili in za račun stranke, stranka pa se zaveže za opravljanje teh storitev plačevati provizijo.

Slovenski investitorji v zadnjih letih povečujejo denarne zneske, namenjene investiranju na domači in tujih borzah. V letu 2006 se je na organiziranem trgu Ljubljanske borze povečal promet z delnicami javnih družb za 54,29 %, promet z delnicami investicijskih skladov pa za 13,88 %. Promet z obveznicami se je znižal za kar 74,82 %, pri čemer pa ni upoštevan promet ustvarjen preko trga uradnih vzdrževalcev likvidnosti (v nadaljevanju TUVL - sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev), ki je v letu 2006 znašal 1.025,96 mio EUR (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 12). Obseg prometa v posameznem letu je prikazan v Tabeli 3 (str. 12).

Tabela 3: Obseg prometa z vrednostnimi papirji na organiziranem trgu Ljubljanske borze v mio EUR, 2000–2006

Leto	Delnice A	Obveznice B	Investicijski skladi C	Pokojninski boni D	Dolgoročni vrednostni papirji E=A+B+C+D	Kratkoročni vrednostni papirji F	Skupaj G=E+F
2000	606,33	235,35	262,06	7,93	1.111,67	13,35	1.125,02
2001	989,40	215,32	231,18	7,09	1.443,00	11,68	1.454,68
2002	1.163,41	461,53	357,62	21,70	2.004,26	2,92	2.007,18
2003	623,02	541,23	253,71	0,00	1.417,96	1,67	1.419,63
2004	930,98	474,04	250,38	0,00	1.655,40	0,00	1.655,40
2005	940,58	749,46	149,39	0,00	1.839,43	0,00	1.839,43
2006	1.451,34	188,62	170,26	0,00	1.810,22	0,00	1.810,22

Vir: Poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2006, 2007, str. 12–13.

Iz Tabele 3 lahko vidimo, da je v letu 2006 znašala skupna vrednost prometa na Ljubljanski borzi 1.810,22 mio EUR, od tega kar 80,16 % prometa predstavlja trgovanje z delnicami. V zadnjih letih je opazno tudi manj aktivno trgovanje z investicijskimi skladi, kar je predvsem posledica koncentracije lastništva v investicijskih skladih ter preoblikovanja slednjih v vzajemne sklade.

Tržna kapitalizacija delnic na Ljubljanski borzi (brez investicijskih skladov) se je v letu 2006 povečala za 72 % in je konec leta 2006 znašala 11.513,08 mio EUR oziroma 42,10 % bruto domačega proizvoda v letu 2005 po tekočih cenah. Povečanje je posledica rasti cen delnic, vključitve delnic Telekoma Slovenije v borzno kotacijo ter dokapitalizacije nekaterih velikih družb prve kotacije. Povprečna vrednost posla na borznem trgovalnem sistemu (BTS) je bila v primerjavi z letom 2005 višja za približno 50 %, kar kaže na večji pomen institucionalnih investitorjev pri oblikovanju tržnih cen. Še posebej je opazen ta trend v prvi kotaciji, kjer se je povečal tudi delež tujih portfeljskih investitorjev v lastništvu domačih borznih naložb s 4 % na 7,50 % konec leta 2006. Vrednostni obseg prometa preko BTS je v letu 2006 znašal 996,48 mio EUR, kar je za 72 % več kot v letu 2005 (Letno poročilo 2006, 2007, str. 3).

Vrednost naložb na Ljubljanski borzi se je po posameznih segmentih gibala po letih različno. Najbolj so v letu 2006 porasle naložbe v okviru storitve borznega posredovanja, in sicer za 66,40 %. Naložbe pooblaščenih udeležencev, ki so po ZTFI (2007) banke in borzno posredniške družbe, vrednostno pomenijo 19,20 % skupnih naložb ob koncu leta 2006 oziroma 7,70 odstotne točke manj kot leto prej. Naložbe strank na gospodarjenju, bolj znano kot individualno upravljanje premoženja, so se v letu 2006 znižale za 27,40 % in so v skupnih naložbah ob koncu 2006 znašale 0,80 % oziroma 0,90 odstotne točke manj kot leto prej. Naložbe na posredovanju so konec leta 2006 v skupnih naložbah pomenile 79,90 % delež, kar je za 8,50 odstotne točke več kot leto prej. V letu 2006 se je število strank pooblaščenih udeležencev povišalo za 2,90 %, v letu 2005 pa za 29,70 %. Število strank na posredovanju se je v letu 2006 povečalo za 2,70 % (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih

papirjev v letu 2006, 2007, str. 25). Naložbe rezidentov, ki so osebe s stalnim prebivališčem v Republiki Sloveniji (Zdoh-1, 2006), so prikazane v Tabeli 4.

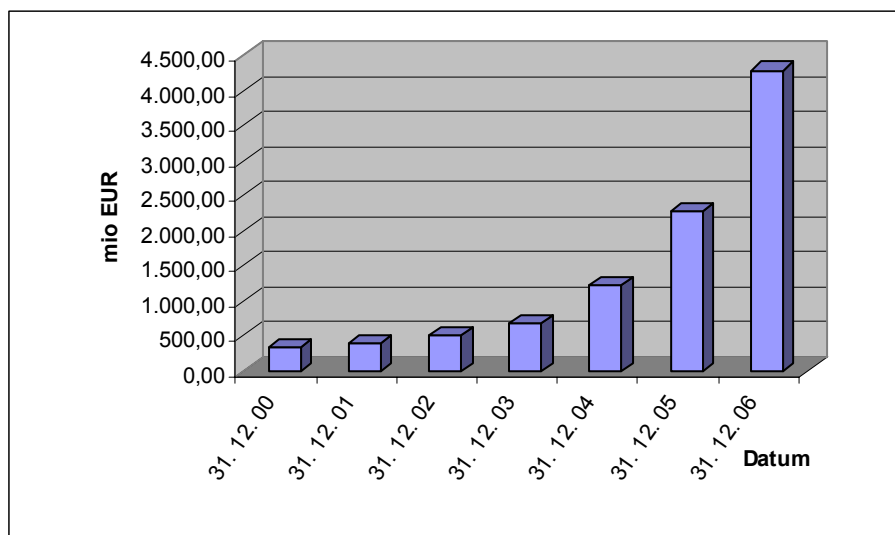
Tabela 4: Naložbe rezidentov Slovenije prek pooblaščenih udeležencev na domačem trgu kapitala, 31. 12. 2000–31. 12. 2006

Stanje na dan	Lastne naložbe v mio EUR	Gospodarjenje		Posredovanje		Skupaj	
		mio EUR	št. strank	mio EUR	št. strank	mio EUR	št. strank
31. 12. 2000	961,86	88,05	1.098	2.388,17	103.363	3.438,07	104.461
31. 12. 2001	1.264,81	75,95	975	3.129,28	119.842	4.470,04	120.817
31. 12. 2002	1.488,48	143,97	1.940	5.072,61	189.949	6.705,06	191.889
31. 12. 2003	1.593,64	158,99	2.108	6.284,43	162.262	8.037,06	164.370
31. 12. 2004	2.168,25	191,12	2.287	6.818,56	122.609	9.177,93	124.896
31. 12. 2005	2.732,85	176,51	2.451	7.240,44	159.499	10.149,81	161.950
31. 12. 2006	2.895,59	128,11	2.767	12.048,91	163.829	15.072,61	166.596

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 25–26.

Na Ljubljanski borzi se je skupna vrednost naložb preko pooblaščenih udeležencev v letu 2006 povečala za 4.922,80 mio EUR oziroma za 48,50 % na 15.072,61 mio EUR. Povišanje vrednosti naložb prek pooblaščenih udeležencev na domačem trgu vrednostnih papirjev je posledica rasti tečajev delnic na Ljubljanski borzi in pričetek kotacije delnic Telekom Slovenije ter novih izdaj obveznic. Glede na leto 2005 se je dinamika rasti skupnih naložb v letu 2006 povišala, saj so leto prej naložbe porasle za 10,60 %. Skupna vrednost naložb na Ljubljanski borzi po letih je vidna na Sliki 3.

Slika 3: Vrednost naložb na domačem trgu kapitala v mio EUR, 31. 12. 2000–31. 12. 2006



Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 25–26.

Slovenski investitorji naložbene priložnosti iščejo tudi v tujini, kjer izstopajo predvsem trgi bivše Jugoslavije, vendar pa je vrednost teh naložb še vedno majhna v primerjavi z vrednostjo naložb na domačem kapitalskem trgu. Konec leta 2006 je znašala skupna vrednost naložb na tujih trgih 22,16 % vseh naložb (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih

papirjev v letu 2006, 2007, str. 25–26). Hkrati je potrebno poudariti, da številni slovenski investitorji nalagajo premoženje v tujino tudi preko tujih pooblaščenih udeležencev, zato so v Tabeli 5 predstavljene vrednosti verjetno nižje od dejanskih, ki pa jih je težko točno ovrednotiti.

Tabela 5: Naložbe rezidentov Slovenije preko domačih pooblaščenih udeležencev na tujih trgih vrednostnih papirjev, 31. 12. 2000–31. 12. 2006

Stanje na dan	Lastne naložbe v mio EUR	Gospodarjenje		Posredovanje		Skupaj	
		mio EUR	št. strank	mio EUR	št. strank	mio EUR	št. strank
31. 12. 2000	177,40	1,10	33	154,06	262	332,55	295
31. 12. 2001	224,61	4,12	79	176,08	337	404,82	416
31. 12. 2002	183,75	10,20	1.749	304,09	426	498,04	2.175
31. 12. 2003	228,03	66,14	1.095	386,74	1.583	680,90	2.678
31. 12. 2004	364,91	79,72	1.259	778,28	4.224	1.222,90	5.483
31. 12. 2005	809,69	161,12	1.830	1.310,14	8.399	2.280,95	10.229
31. 12. 2006	2.124,78	250,23	2.158	1.915,02	12.399	4.290,03	14.557

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 25–26.

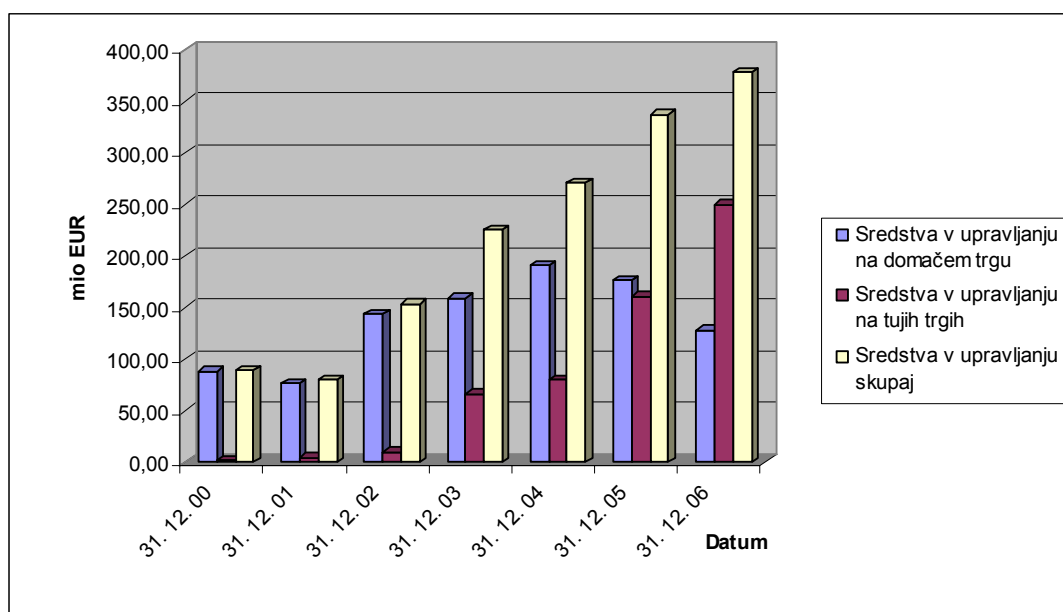
Iz Tabele 5 je razvidno, da so naložbe na tujih trgih ob koncu leta 2006 dosegle 4.290,03 mio EUR, kar je za 2.009,08 mio EUR oziroma za 88,10 % več kot konec leta 2005. Leta 2006 se je število strank povečalo za 42,30 %, leta 2005 pa za 86,60 %. V skupnih naložbah v vrednostne papirje, pridobljene v tujini, je naložb strank na posredovanju 44,60 %, kar je manj kot konec leta 2005, ko je bil njihov delež 57,40 % vseh naložb. V strukturi vseh naložb so prevladovalе obveznice, ki so imele 59,60 % delež, medtem ko je delež obveznic konec leta 2005 znašal 54,70 %.

Zaradi visokih donosnosti delniških trgov v zadnjih letih se je neposredno investiranje denarja na borzi izkazalo kot ena boljših izbir nalaganja sredstev. Indeks Ljubljanske borze SBI20 je v letu 2007 porasel za 73,54 %, medtem ko je v letu 2006 zabeležil 38,50 % rast, več deset odstotkov pa so v zadnjih dveh letih pridobivali tudi vsi ključni indeksi na trgih bivše Jugoslavije (Informacijski sistem Bloomberg, 16. 1. 2008). Relativno ugodni makroekonomski podatki ter dobro poslovanje podjetij s precejšnjimi prevzemnimi aktivnostmi so dvigovali ključne razvite in razvijajoče se svetovne trge. Ameriški indeks Dow Jones (DJIA) je v letu 2007 zabeležil 7,14 % rast, nemški DAX30 20,74 % rast, kitajski indeks SSE Composite pa je svojo vrednost v letu 2007 povečal za 98,43 % (Informacijski sistem Bloomberg, 16. 1. 2008).

Zaradi hitrega razvoja kapitalskih trgov ter vse večje ponudbe finančnih produktov investitorji vse težje samostojno spremljajo razmere na borznih trgih. Poleg tega potrebujejo za učinkovito nalaganje dovolj znanja, časa in informacij. Za optimalno vodenje portfelja je potrebno aktivno trgovanje z vrednostnimi papirji, zadostno poznavanje zakonodaje s tega področja ter neprestano izobraževanje s področja kapitalskih

trgov. Ravno zaradi slednjega je v zadnjih letih v Sloveniji moč zaslediti hitro rast sredstev v individualnem upravljanju premoženja, saj tako pravne kot tudi fizične osebe denar, namenjen investiranju na kapitalskih trgih, prepustijo strokovnjakom, ki neprestano bdijo nad njihovimi naložbami.

Slika 4: Vrednost sredstev v upravljanju pri slovenskih ponudnikih storitve individualnega upravljanja premoženja v mio EUR, 31. 12. 2000–31. 12. 2006



Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 28.

Slika 4 prikazuje, da so se sredstva v upravljanju pri slovenskih ponudnikih storitve skozi leta večala, konec leta 2006 pa so znašala 378,48 mio EUR. V zadnjih letih je zaslediti občuten porast sredstev v upravljanju na tujih trgih, medtem ko so se sredstva v upravljanju na slovenskem trgu kapitala v zadnjih 2 letih zniževala. Sredstva v upravljanju so konec leta 2006 glede na leto prej porasla za 12,11 %, medtem ko je bila konec leta 2005 rast glede na leto prej 24,65 %.

2.4. Druge naložbene možnosti

Poleg navedenih in opisanih načinov obstajajo tudi številne druge možnosti investiranja denarja, ki sicer niso najbolj pogosta izbira povprečnega slovenskega vlagatelja, a jih je zaradi razvoja trgov, diverzifikacije portfeljev premožnejših posameznikov ter večanja investicij pravnih oseb opaziti tudi v Sloveniji.

Med investiranjem denarja v nefinančne produkte je tako v Sloveniji kot tudi v tujini najpogostejše moč zaslediti investicije v nepremičnine. Glede na anketo Bančni monitor

(2005) analitske hiše GfK Gral-Iteo se kar 22 % Slovencev odloča sredstva investirati v nepremičnine, kar je za varčevanjem v bankah druga najbolj priljubljena oblika varčevanja.

Nepremičnino opredelimo kot zemljišče z izboljšavami ter pravice, povezane z njegovim lastništvom (McKenzie, Betts, 2001, str. 3). Slovenski stvarnopravni zakonik (2002) opredeljuje nepremičnino kot »prostorsko odmerjen del zemeljske površine skupaj z vsemi sestavinami.« Različni avtorji pa navajajo tudi nekatere bolj ozko usmerjene opredelitve (Cirman et al., 2000, str. 2):

- nepremičnina je zemljišče in vse, kar je na njem zgrajeno, raste ali je nanj pritrjeno;
- nepremičnina je zemljišče ter vse, kar zemljišču pripada in je po zakonu nepremično;
- nepremičnina je premoženje, dobrina ali vrsta imetja, ki se prične z zemljiščem in vsebuje vse stalne izboljšave zemljišča.

V Sloveniji fizične osebe investirajo v nepremičnine predvsem z namenom lastnih bivalnih potreb, medtem ko z nepremičninami, za namene doseganja zaslužkov, trguje le manjšina. Razlog za to so relativno visoka finančna sredstva, ki jih potrebujemo za nakup, zaradi česar po tovrstnih poslih posegajo predvsem pravne osebe ter premožnejši posamezniki. Alternativa za male vlagatelje so nepremičninski skladi (angl. Real Estate Investment Trusts – REITs), ki so na razvitih zahodnih tržiščih prisotni že več let, na trgih srednjeevropske in vzhodnoevropske regije pa so se začeli pojavljati šele nedavno. Nepremičninski sklad je vrednostni papir, ki kotira na borzi, njegovo premoženje pa je naloženo neposredno v nepremičnine (National association of REITs, 14. 12. 2007).

Poleg varčevanja denarja v nepremičninah, ki je v Sloveniji prisotno že dalj časa, se v zadnjih letih precej hitro povečuje varčevanje preko življenjskega zavarovanja. Po podatkih maja 2007 zaključene raziskave Zavarovalniški monitor 2007, ki jo izvaja analitska hiša GfK Gral Iteo, je bilo moč v maju 2007 v primerjavi z letom prej zaslediti povečanje zanimanja za življenjska zavarovanja kot oblike varčevanja, kar se odraža tudi v dejanski uporabi te storitve. Medtem ko se je delež naložbenih življenjskih zavarovanj v letu 2007 povečeval, se je delež klasičnih življenjskih zavarovanj nekoliko znižal, klasično življenjsko zavarovanje pa je imelo sklenjeno okrog 45 % slovenske populacije (Zavarovalniški monitor 2007, 2007, str. 13).

Življenjsko zavarovanje je pogodba z zavarovalnico, ki zagotavlja izplačilo dogovorjenega zneska v primeru nastanka zavarovalnega dogodka. Zavarovalni dogodek običajno povzroči izpad dohodka v prihodnosti, največkrat gre pri tem za smrt zavarovanca, znesek pa nam je lahko izplačan tudi po preteku določenega obdobja ob doživetju (Martin et al, 1982, str. 332). Zavarovalna vsota je torej zagotovo izplačana, vprašanje je le kdaj (Dinsdale, McMurdie, 1973, str. 49).

Življenjsko zavarovanje sodi med dolgoročne in zmerno tvegane finančne produkte, medtem ko po trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti posegajo predvsem kratkoročni vlagatelji, katerih tolerantnost do tveganja je bistveno višja. Med izvedene finančne instrumente prištevamo tiste instrumente, katerih cena je neposredno povezana s ceno nekega drugega finančnega instrumenta (Luenberger, 1998, str. 263). Podobno opredelitev ima tudi Hull (2000, str. 1), ki pravi, da je »vrednost izvedenih finančnih instrumentov povezana z osnovnim instrumentom, na katerega so izdani.«

Po vrsti povezave z osnovnim finančnim instrumentom ločimo tri osnovne tipe izvedenih finančnih instrumentov (Cuthbertson, Nietzse, 2001, str. 587):

- terminske pogodbe, ki so lahko standardizirane (angl. futures) ali nestandardizirane (angl. forwards);
- opcije (angl. option);
- zamenjave (angl. swap).

Terminska pogodba je dvostranska pogodba med kupcem in prodajalcem o prodaji ali nakupu nekega blaga po ceni, dogovorjeni ob sklenitvi pogodbe, z dospelostjo na dogovorjeni dan v prihodnosti (Luenberg, 1998, str. 265). Za razliko od terminske pogodbe, ki daje pogodbenim strankam obvezo, omogoča opcija imetniku pravico, da kupi (v primeru nakupne opcije) ali proda (v primeru prodajne opcije) določeno količino osnovnega instrumenta po vnaprej določeni pogodbeni ceni (Veselinovič, 1998, str. 72). Pri zamenjavi se investitorja dogovorita o zamenjavi dveh različnih načinov plačila v prihodnosti (Prohaska, 2004, str. 178).

Slovenski investitorji so se pričeli v večji meri posluževati trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti šele v letu 2006. Razlog za to so bili s strani nekaterih tujih investicijskih bank izdani naložbeni certifikati, katerih vrednost je odvisna od cene delnic določenih slovenskih borznih družb oziroma vrednosti indeksa SBI20. Z njimi se trguje na Stuttgartski oziroma Dunajski borzi, nekajkratni vzvod glede na gibanje vrednosti cen delnic, na katere instrumenti glasijo, pa je ob pozitivnem gibanju trgov v preteklih letih predstavljal zanimivo in donosno naložbeno priložnost (Grmek, 2007, str. 24).

Kot eden redkejših načinov plemenitenja denarja se pri slovenskih investitorjih pojavlja trgovanje s plemenitimi kovinami. Poleg zlata uvrščamo med plemenite kovine tudi srebro, platino in paladij (Zakon o izdelkih iz plemenitih kovin, 2006), z vsemi pa se trguje na mednarodnih blagovnih borzah. Cene plemenitih kovin so med seboj precej pozitivno korelirane, v zadnjih letih pa se zaradi razvoja kapitalskih trgov, sprememb mednarodnega ekonomskega okolja ter pojava skladov, ki kotirajo na borzah (angl. exchange traded funds – ETF) ter katerih vrednost trgovalne enote je odvisna od cene enote posamezne plemenite kovine, obseg njihovega trgovanja veča. Poleg tega plemenite kovine že vrsto let

predstavljajo zaščito pred inflacijo, vrednost pa ohranjajo oziroma celo pridobivajo tudi v primeru večjih ekonomskih kriz (Informacijski sistem Bloomberg, 5. 11. 2007).

V primeru trgovanja s plemenitimi kovinami na mednarodnih borzah je potek transakcij podoben kot pri trgovanju z drugimi finančnimi instrumenti, investitorji, ki želijo trgovati z njimi, imajo kot drugo možnost plemenite kovine kupiti celo v fizični obliki. Nedavno so se namreč v Sloveniji, podobno kot v tujini, pojavile trgovske družbe, preko katerih je moč plemenite kovine kupiti na enoto v fizični obliki. Ti nakupi med investitorji niso najbolj pogosti, nekateri, predvsem premožnejši posamezniki, pa se kljub temu zaradi razpršitve tveganja odločajo tudi za tovrstne transakcije.

3. INDIVIDUALNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA PRI SLOVENSКИH PONUDNIKIИ STORITVE

3.1. Opredelitev individualnega upravljanja premoženja

Izraz individualno upravljanje premoženja je tako v strokovni kot tudi laični javnosti eden najbolj razširjenih pojmovanj neposrednega upravljanja denarnih sredstev individualnih investorjev na kapitalskih trgih s strani finančnih strokovnjakov. Po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP-1, 2006) je v Sloveniji storitev opredeljena kot »gospodarjenje z vrednostnimi papirji«, novi ZTFI (2007) pa storitev opredeljuje kot »gospodarjenje s finančnimi instrumenti.« Gospodarjenje s finančnimi instrumenti je po tem zakonu (ZTFI, 2007) opredeljeno kot »upravljanje portfeljev, ki vključujejo finančne instrumente, v skladu s pooblastili strank na podlagi posamične presoje za vsako od strank.«

Na razvitih kapitalskih trgih obstajajo različne opredelitve individualnega upravljanja premoženja. V povezavi s tem pojmom se v angleščini pojavljajo opredelitve upravljanje sredstev (angl. asset management), upravljanje portfeljev (angl. portfolio management), upravljanje zasebnega premoženja (angl. private wealth management) ter investicijsko upravljanje (investment management). Vse opredelitve imajo skupen imenovalec upravljanja različnih virov sredstev različnih skupin investorjev, vendar pa med njimi obstajajo tudi razlike. Upravljanje sredstev je najširši pojem, saj lahko predstavlja upravljanje vseh sredstev, torej tudi realnih sredstev. Realna sredstva so zemlja, zgradbe, znanje ter stroji za proizvodnjo izdelkov, vendar pa tudi delavci, katerih sposobnosti so potrebne za uporabo naštetih virov. Nekoliko drugačna so finančna sredstva, ki ne predstavljajo premoženja neposredno, pač pa zgolj posredno povezavo z realnimi sredstvi

(Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 10–11). Upravljanje portfeljev je še vedno nekoliko splošen pojem, ki poleg premoženja individualnih strank zajema tudi vse ostale portfelje, torej tudi portfelje različnih investicijskih in pokojninskih skladov. Vendar pa v določeni literaturi lahko najdemo razlage, kjer se upravljanje portfeljev v celoti nanaša zgolj na upravljanje vzajemnih skladov (Garner, 1995, str. 107). Upravljanje zasebnega premoženja se navezuje na upravljanje premoženja individualnih investitorjev ter predstavlja širšo storitev glede na ostala pojmovanja, saj vključuje tudi davčni, stroškovni, zavarovalniški in druge vidike.

Izraz upravljanje sredstev se v tuji literaturi največkrat pojavlja ob izrazu alokacija sredstev. Besley in Brigham (2003, str. 627) pravita, da se morajo investitorji, ne glede na to, ali so aktiven ali pasiven tip vlagatelja, vedno zavedati sestave lastnega portfelja oziroma kombinacije različnih vrst finančnih instrumentov, ki ga sestavljajo. Nadaljujeta (Besley, Brigham, 2003, str. 627): »Alokacija denarja med različne finančne instrumente je izredno pomembna odločitev. Ko se odločamo za primerno alokacijo sredstev oziroma razpršitev denarja med različne finančne produkte, moramo vedno imeti pred seboj svoj investicijski cilj. V kolikor je naš cilj generirati denarni tok, naj portfelj vključuje v pretežni meri produkte, ki generirajo denarni tok ter manj produkte, pri katerih je donos odvisen zgolj od rasti premoženja brez generiranja denarnega toka znotraj investicijskega obdobja.«

V večini primerov investitorji alocirajo sredstva med kratkoročne dolžniške instrumente oziroma vrednostne papirje denarnega trga, dolgoročni dolg ali obveznice ter delnice (Besley, Brigham, 2003, str. 627). Kljub temu da so to zgolj tri finančne kategorije, pa alokacija sredstev ni enostavna naloga. Ustrezna razpršitev sredstev je namreč izrednega pomena, saj vpliva na donos, ki ga bo investitor zaslužil na investiran denar. Poleg tega je alokacija sredstev dinamičen proces, saj se mora prilagajati spremembam na finančnih trgih. Ko razmere na finančnih trgih postanejo bolj nestabilne in negotove od običajnih, številni profesionalni upravljavci premoženja usmerijo naložbe v varnejše produkte, kot so na primer denarni in dolžniški instrumenti. Podobno je tudi ob odraščanju investitorjev, saj postajajo le-ti s staranjem bolj previdni, zaradi česar premeščajo sredstva v bolj konzervativne naložbe (Besley, Brigham, 2003, str. 627).

Upravljanje portfeljev je proces vključevanja finančnih instrumentov v investitorjev portfelj, proces spremljanja tega portfelja ter merjenja uspešnosti upravljanja (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 2). Farrell (1983, str. 20) pravi, da je temeljni cilj investicijskega procesa pri upravljanju portfelja sestaviti premoženje, ki bo v največji možni meri omogočalo zadovoljevanje dolgoročnih investicijskih ciljev glede donosnosti z najmanjšim možnim tveganjem.

V primeru upravljanja premoženja pravnih oseb, se v ponudbi storitev največjih svetovnih investicijskih bank³ uporablja izraz investicijsko upravljanje, medtem ko se v primeru upravljanja premoženja posameznikov, družin ali različnih fundacij uporablja izraz upravljanje zasebnega premoženja.

Jennings in Reichenstein (2006, str. 1) pravita, da upravljavci premoženja, ki preidejo iz upravljanja sredstev institucionalnih investorjev v upravljanje zasebnega premoženja investorjev, kmalu spoznajo razliko med obema načinoma upravljanja. Oblikovanje portfelja in naložbena politika je v tem primeru osredotočena na posameznika, pri čemer je potrebno upoštevati (Jennings, Reichenstein, 2006, str. 1):

- želje po donosu ter pričakovano bodočo potrošnjo;
- tveganje;
- davke;
- investicijsko obdobje;
- potrebo po likvidnosti;
- zakonski vidik in zakonske zahteve;
- individualne okoliščine.

Upravljanje premoženja je termin, ki so ga v Ameriki v začetku devetdesetih začele uporabljati borzno posredniške hiše, banke ter zavarovalne družbe. Sprva je predstavljal poglobljeno finančno svetovanje najpomembnejšim strankam družb. Predstavlja specializacijo v okviru investicijskega upravljanja ter je namenjeno specifičnim investicijskim potrebam bogatih posameznikov (Jennings, Reichenstein, 2006, str. 1).

Upravljanje zasebnega premoženja je termin, ki opredeljuje specifične stranki prilagojene storitve investicijskega upravljanja in finančnega načrtovanja, namenjene bogatim investorjem. Termin se je sprva uporabljal v prodajnih oddelkih investicijskih bank, kot na primer Goldman Sachs ali Morgan Stanley, ki so izraz uporabljale za ločitev lastne ponudbe od masovne ponudbe trga, kasneje pa se je njegova uporaba razširila na celotno industrijo. Uporaba besede »zasebno« v besedni zvezi ni nujno potrebna, pomeni pa osebni ter posvetovalni odnos upravljavcev premoženja s svojimi strankami (Jennings, Reichenstein, 2006, str. 1).

V okviru storitve individualnega upravljanja premoženja investorjem ni potrebno aktivno spremljati dogajanja na trgih, saj je za vse naložbene odločitve zadolžen upravljavec, ki skuša glede na dano tveganje čim uspešneje oplemenititi zaupana mu sredstva. Pri tem so investitorji o naložbah redno obveščeni, upravičeni do dividend, kuponov in obresti, provizija za opravljanje dejavnosti pa je – za razliko od ostalih načinov plemenitenja denarja – odvisna predvsem od ustvarjenega donosa.

³ Spletne strani ING Investment, Morgan Stanley, Alliance, 14. 12. 2007.

Ponudniki storitve individualnega upravljanja premoženja ciljajo tako na fizične kot pravne osebe, ki imajo večji znesek denarja, namenjenega vlaganju v vrednostne papirje, vendar pa za to nimajo potrebnega časa, informacij ali znanja. Primerna je za tiste, ki si želijo več, kot ponujajo standardizirane ponudbe o borznem posredovanju, jih ni strah nekoliko večjega tveganja ter so pripravljeni ob uspešnem upravljanju del donosa plačati borzno posredniški hiši ali banki. Od tod je skrb za denar investorjev na ramenih upravljavcev premoženja. Ti se v imenu svojih strank odločajo o nakupih in prodajah vrednostnih papirjev, s ciljem doseči ob danem tveganju čim večji donos (Šalamun, 2006, str. 31).

V Sloveniji je storitev individualnega upravljanja še vedno v razvoju ter se razlikuje od visoko razvite storitve na zahodnih mednarodnih tržiščih. Operativno pod pojmom individualno upravljanje premoženja še vedno razumemo predvsem trgovanje z različnimi finančnimi instrumenti, medtem ko ostalih vidikov – z izjemo davčne optimizacije trgovanja – še ni zaslediti. Pri nekaterih slovenskih borzno posredniških hišah in bankah⁴ se sicer kažejo zametki širjenja tudi na ostala področja, vendar lahko z razvojem trga in zahtev investorjev aktivnejši prehod pričakujemo šele v naslednjih letih.

3.2. Slovenska zakonodaja s področja individualnega upravljanja premoženja

V preteklosti so bile zakonske direktive s področja kapitalnega trga vsebinsko precej pomanjkljive, razvoj trga pa je prehiteval veljavne predpise, kar je večkrat pripeljalo do zlorab, manipulacij ter okoriščanj nekaterih udeležencev trga kapitala. Zametke zakonodaje, ki je v grobem urejala slovenski trg kapitala, predstavlja Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP, 1994), sprejet leta 1994. Slednji je nadomestil do takrat veljavna dva zvezna zakona, ki sta po osamosvojitvi omogočila ponovno vzpostavitev trga kapitala in odprtje borze: Zakon o vrednostnih papirjih (1989) in Zakon o trgu denarja in trgu kapitala (1989).

Prvi pomembnejši zakon, ki je uredil področje poslovanja z vrednostnimi papirji ter podrobneje opredelil poslovanje in pristojnosti institucij, je bil julija 1999 sprejet novi ZTVP-1 (1999), ki je v naslednjih letih doživel številne spremembe in dopolnitve.

⁴ Spletna stran Publikum d.d., 05. 11. 2007.

3.2.1. Zakon o trgu vrednostnih papirjev

ZTVP-1 (2006) je najpomembnejši zakon, ki je do nedavnega urejal področje trga kapitala. Temeljlil je na naslednjih načelih (Mramor, 2000, str. 134):

- načelo nadzora nad izvajanjem, prodajo in hranjenjem vrednostnih papirjev ter poravnavanjem transakcij;
- načelo varstva investorjev;
- načelo javnega, popolnega in ažurnega razkritja podatkov glede poslovanja družb, katerih vrednostni papirji so predmet javnega trgovanja;
- načelo jasnosti, preglednosti, ažurnosti ter javnosti poslovanja organizacij, ki se ukvarjajo s poslovanjem z vrednostnimi papirji;
- načelo kontrole poslovanja borze vrednostnih papirjev ter kontrole udeležencev na trgu vrednostnih papirjev;
- načelo zakonitosti poslovanja z vrednostnimi papirji ter načelo enakega obravnavanja strank;
- načelo varnega poravnavanja obveznosti na podlagi sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji.

Zaradi uskladitve ureditve trga finančnih instrumentov z direktivama o trgih finančnih instrumentov (direktiva 2004/39/ES) in o harmonizaciji zahtev za preglednost glede informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranih trgih (direktiva 2004/109/ES) ter z novima direktivama o kapitalskih zahtevah in upravljanju s tveganji (direktiva 2006/48/ES in direktiva 2006/49/ES), je bil potreben sprejem novega zakona, ZTFI (2007). Prenos omenjenih norm v pravo Republike Slovenije bi namreč zahteval obsežnejše spremembe ključnih področij urejanja trga finančnih instrumentov, zaradi česar dopolnitve oziroma spremembe dotedanjega ZTVP-1 (2006) niso bile smiselne, pač pa je potrebno sprejeti nov zakon (Ministrstvo za finance RS, 21. 7. 2007).

3.2.2. Zakon o trgu finančnih instrumentov

Razvoj kapitalskega trga ter pojav nekaterih novih izvedenih in strukturiranih finančnih produktov so v letu 2007 botrovali k sprejemu novega zakona, ki ureja trg kapitala, ZTFI (2007).

Med najpomembnejšimi novostmi evropskih direktiv, ki jih uvaja ZTFI (2007), so (Ministrstvo za finance RS, 21. 7. 2007):

- širitev zakonsko urejenih trgovalnih platform iz samo organiziranih trgov tudi na multilateralne trgovalne sisteme oziroma zmogljivosti (angl. Multilateral Trading

Facilities, v nadaljevanju MTF), ki so večstranski sistemi trgovanja, ki jih vodijo oziroma upravljajo investicijska podjetja ali upravljavci;

- ureditev sprotnega objavljajanja podatkov o poslih z delnicami pred sklenitvijo poslov oziroma nemudoma po njej s strani borzno posredniških družb oziroma bank, sistematičnih internalizerjev, MTF in organiziranih trgov;
- širjenje palete storitev borzno posredniških družb na dodatne storitve, kot sta investicijsko svetovanje in finančne analize;
- pravila o izvajanju naročil strank, tudi glede na to, ali gre za izvajanje naročil za majhne vlagatelje, za profesionalne stranke ali za posle med določenimi nasprotnimi strankami (npr. investicijska podjetja, banke ipd.);
- ureditev trženja storitev borzno posredniških družb, predvsem v zvezi z osebami, ki za investicijsko podjetje opravljajo storitve promocije, pridobivanja strank, svetovanja ter ureditev pravice do izbire sistemov izračuna in poravnave v drugih državah članicah.

Seveda pa so bile na podlagi preteklih izkušenj na področjih, kjer direktive dopuščajo diskrecijo ali pa določenih zadev ne urejajo, potrebne z vidika slovenskega trga kapitala tudi nekatere spremembe. Gre predvsem za področje širjenja palete ukrepov nadzora ATPV glede na značilnosti kršitev zakonodaje. Prav tako pa se v skladu s štiri nivojskim pristopom urejanja zakonodaje na ravni Evropske Unije (od oblikovanja pravnih instrumentov do njihovega nadzora s strani Evropske komisije) uveljavlja v zakonodaji tako imenovan pristop na podlagi načel (angl. principle based approach), ki ATPV omogoča več maneverskega prostora za ukrepanje, kot tudi več pristojnosti za podzakonsko urejanje in interpretacijo predpisov (Ministrstvo za finance, 21. 7. 2007).

Cilji novega ZTFI (2007) so:

- določiti pravila o poslovanju borzno posredniških družb in nadzoru nad njimi;
- določiti pravila o razkrivanju podatkov o izdajateljih finančnih instrumentov in druga pravila, ki zagotavljajo preglednost trga finančnih instrumentov;
- določiti pravila skrbnega poslovanja pri opravljanju investicijskih storitev.

Osmi člen ZTFI (2007) določa naslednje investicijske storitve in posle v zvezi s finančnimi instrumenti:

- sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti;
- izvrševanje naročil za račun strank;
- poslovanje za svoj račun;
- gospodarjenje s finančnimi instrumenti;
- investicijsko svetovanje;
- izvedba prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa;
- izvedba prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov brez obveznosti odkupa;
- upravljanje MTF-jev.

Na področju storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti zakon določa postopke vzpostavljanja pogodbenega odnosa med stranko in borzno posredniško hišo ter v nadaljevanju opredeljuje pravice in obveznosti vsake od njiju.

Ko se stranka odloči vplačati sredstva v upravljanje, mora najprej z borzno posredniško hišo podpisati pogodbo o gospodarjenju s finančnimi instrumenti. Pogodba o gospodarjenju s finančnimi instrumenti je pogodba, s katero se borzno posredniška družba zaveže, da bo v skladu z naložbeno politiko, določeno v pogodbi, za račun stranke nalagala njeno denarno dobroimetje v finančne instrumente in upravljala portfelj teh naložb, stranka pa se zaveže plačati provizijo. Pogodba o gospodarjenju s finančnimi instrumenti mora biti sklenjena v pisni obliki (ZTFI, 2007).

Pogodba o gospodarjenju s finančnimi instrumenti mora določati (ZTFI, 2007):

- znesek denarnih sredstev, ki ga stranka izroča v gospodarjenje na podlagi pogodbe;
- naložbeno politiko;
- višino provizije in način izračuna osnove oziroma osnov za provizijo.

Kadar stranka ob sklenitvi pogodbe iz prvega odstavka tega člena borzno posredniški družbi izroči v gospodarjenje finančne instrumente, mora pogodba v posebni prilogi vsebovati tudi njihov seznam z navedbo oznake in količine. Pogodbeni stranki v pogodbi o gospodarjenju opredelita naložbeno politiko, tako da določita (ZTFI, 2007):

- vrste finančnih instrumentov;
- lastnosti izdajateljev finančnih instrumentov;
- največji dopustni delež naložb v finančne instrumente posamezne vrste;
- druge okoliščine, ki so pomembne za določitev stopnje tveganosti naložb.

ZTFI (2007) tudi podrobneje določa in opredeljuje vrste naložb, s katerimi lahko upravljavec trguje na podlagi pogodbe o gospodarjenju s finančnimi instrumenti. Borzno posredniška družba mora s finančnimi instrumenti stranke gospodariti v skladu z naložbeno politiko, določeno v pogodbi, in tako da dosega za stranko najugodnejše pogoje glede vrednosti njenega portfelja finančnih instrumentov in najprimernejše pogoje glede tveganja naložb, povezanih z njenim portfeljem. Borzno posredniška družba sme za račun stranke pridobiti te finančne instrumente samo na podlagi izrecnega pisnega soglasja stranke (ZTFI, 2007):

- finančne instrumente razen instrumentov denarnega trga, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu;
- izvedene finančne instrumente.

Borzno posredniška družba mora stranki, za katero opravlja storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti, najmanj enkrat na tri mesece po stanju na zadnji dan trimesečja poslati poročilo o stanju njenih naložb z obračunom poslov, ki jih je opravila pri

gospodarjenju s finančnimi instrumenti te stranke. Borzno posredniška družba in stranka se lahko dogovorita tudi za krajša obdobja poročanja (ZTFI, 2007).

Pogodba o gospodarjenju s finančnimi instrumenti ima enako kot pogodba o borznem posredovanju pravne značilnosti komisijske pogodbe. Tudi pri pogodbi o gospodarjenju s finančnimi instrumenti se borzno posredniška družba zaveže opravljati posle nakupov in prodaj finančnih instrumentov v svojem imenu in za račun stranke. Zato za storitveno obveznost gospodarjenja s finančnimi instrumenti in posamezne posle, ki jih borzno posredniška družba pri izpolnjevanju te storitvene obveznosti opravlja, veljajo enaka pravila kot pri borznem posredovanju. Pogodba o gospodarjenju s finančnimi instrumenti se od pogodbe o borznem posredovanju razlikuje po tem, da pri pogodbi o borznem posredovanju borzno posredniška družba opravlja posamezne nakupe in prodaje finančnih instrumentov na podlagi posameznih naročil stranke. Pri pogodbi o gospodarjenju s finančnimi instrumenti pa borzno posredniška družba posle nakupov in prodaj finančnih instrumentov za stranko opravlja na podlagi splošnega pooblastila, vsebovanega v pogodbi o gospodarjenju s finančnimi instrumenti. Z določitvijo naložbene politike stranka opredeli značilnosti finančnih instrumentov, v katere sme borzno posredniška družba nalagati strankina denarna sredstva pri opravljanju storitve gospodarjenja, in strukturo teh naložb, torej deleže naložb v posamezne vrste finančnih instrumentov (ZTFI, 2007).

3.2.3. Drugi predpisi, ki urejajo storitev individualnega upravljanja premoženja

Poleg ZTFI (2007) storitev individualnega upravljanja premoženja v nekoliko širšem kontekstu opredeljujejo tudi predpisi Ljubljanske borze in Klirinško depotne družbe (v nadaljevanju KDD). V Pravilih borze (2005) je račun gospodarjenja opredeljen kot »posebni račun stranke, ki ga člani borze uporabljajo za opravljanje storitev gospodarjenja z vrednostnimi papirji stranke«. V tem segmentu je potrebno opozoriti, da se Pravila borze nanašajo zgolj na poslovanje Ljubljanske borze, medtem ko upravljavci premoženja neposredno ali preko izpolnitvenih pomočnikov trgujejo s premoženjem strank na številnih mednarodnih borzah.

Pravila Klirinško depotne družbe (2004) opredeljujejo račun gospodarjenja kot vrsto računa stranke, ki ga vodi registrski član (banka ali borzno posredniška hiša), ki za imetnika opravlja tudi storitve gospodarjenja z vrednostnimi papirji v zvezi z opravljanjem teh storitev.

3.3. Naložbena politika pri individualnem upravljanju premoženja

Individualno upravljanje premoženja kombinira različne finančne instrumente, med katerimi je še vedno najbolj razširjeno trgovanje z delnicami. Glede na poročilo ATVP o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006 (2007, str. 26) je bilo na dan 31. 12. 2006 kar 82,79 % vseh naložb na gospodarjenju pri slovenskih ponudnikih storitve investirano v delnice. Slovenski ponudniki storitve individualnega upravljanja premoženja imajo različne načine oblikovanja portfelja stranke. Nekateri med njimi imajo vnaprej pripravljene vrste portfeljev, stranka pa glede tveganja in pričakovanega donosa izbira med različnimi tipi portfeljev, na primer konzervativni portfelj delnic, agresivni portfelj delnic, portfelj obveznic, itd.⁵ Podobno nekatere borzno posredniške hiše in banke portfelj stranke, ki naj bi bil sicer obravnavan individualno, skoraj v celoti prilagodijo portfelju vzajemnega sklada, ki ga upravljajo z njo povezane družbe za upravljanje (v nadaljevanju DZU). Slednje pomeni, da ima lahko stranka v portfelju tudi preko 30 naložb, medtem ko se običajno število posameznih naložb v portfelju giblje od 7 do 15.

Pri vseh slovenskih ponudnikih storitve individualnega upravljanja premoženja je opaziti vse večje prilagajanje potrebam in željam investitorja. Medtem ko smo v preteklosti lahko opazili zgolj nekaj vrst portfeljev, med katerimi je lahko investitor izbiral, ima danes večina ponudnikov večje število tipskih portfeljev, ki so investitorju na voljo, s tem da se lahko investitor celo odloči svoj vložek razpršiti na večje število le-teh.⁶ Glede na zakonodajo lahko stranka sicer svojega upravljavca premoženja omeji glede na trge, panoge, vrste ter lastnosti posameznih vrednostnih papirjev, vendar se vse več investitorjev, kjer je to mogoče⁷, odloča naložbeno politiko v celoti prepustiti upravljavcu. Slednje pomeni, da se lahko upravljavec v celoti prilagaja razmeram na trgih ter sredstva usmeri tja, kjer so pričakovani donosi najvišji.

3.4. Stroški in provizije

Podobno kot pri ostalih kategorijah, se pri slovenskih upravljavcih premoženja pojavljajo razlike tudi pri obračunavanju stroškov. Največkrat investitorjem pri individualnem upravljanju premoženja ni potrebno plačevati vstopnih in izstopnih provizij, pogodba pa je sklenjena za nedoločen čas. Nekateri upravljavci sicer še vedno pogojujejo podpis pogodbe z minimalno dobo upravljanja⁸, vendar pa se njihovo število zmanjšuje. V nadaljevanju je

⁵ Spletna stran Nova Ljubljanska banka d.d., 5. 12. 2007.

⁶ Spletna stran Poteza d.d., 5. 12. 2007.

⁷ Spletna stran Ilirika d.d., 13. 11. 2007.

⁸ Pri Raiffeisen banki d.d. je minimalna doba upravljanja 1 leto. V kolikor želi stranka prejeti zajamčen donos pri obvezniškem portfelju GBD d.d., mora imeti sredstva v upravljanju vsaj 5 let.

prikazana tabela stroškov za opravljanje storitve individualnega upravljanja premoženja pri 5-ih večjih slovenskih borzno posredniških družbah oziroma bankah.

Tabela 6: Višina in načini obračunavanja stroškov storitve individualnega upravljanja premoženja pri 5-ih večjih slovenskih ponudnikih, december 2007

Borzno posredniška hiša/ banka	Minimalni znesek EUR	Delež dobička, ki pripada BPD	Obdobje obračuna delitve dobička	Upravljavska provizija	Obdobje obračuna upravljavske provizije
Nova Ljubljanska banka d.d.	120.000,00	30,00 % - 0,00 %	letno	0,0563 % - 0,75 %	trimesečno
Medvešek Pušnik d.d.	50.000,00	5,00 % - 3,00 %	letno	0,20 %	mesečno
Ilirika d.d.	50.000,00	20,00 % - 10,00 %	trimesečno	0,00 % - 0,40 %	trimesečno
Abanka d.d.	35.000,00	20,00 % - 10,00 %	trimesečno	0,10 % - 0,20 %	mesečno
Poteza d.d.	25.000,00	20,00 % - 10,00 %	trimesečno	0,20 % - 0,25 %	trimesečno

Vir: Spletne strani Nova Ljubljanska banka d.d., Medvešek Pušnik d.d., Ilirika d.d., Abanka d.d., Poteza d.d., 2. 12. 2007.

Iz Tabele 6 lahko vidimo, da so pogoji pri ponudnikih storitve različni že pri minimalnem znesku, ki je potreben za podpis pogodbe o gospodarjenju s finančnimi instrumenti. Najvišji začetni znesek ima Nova Ljubljanska banka d.d. (120.000 EUR), najnižjega pa imajo pri Potezi d.d. (25.000 EUR za osnovne portfelje z nižjo razpršitvijo). Upravljavske provizije in delitve dobička so v Tabeli 6 navedene v razponu, saj imajo vse borzno posredniške hiše oblikovane razrede provizij, pri katerih je način in višina obračunavanja provizije odvisna od višine vplačanih sredstev. Obdobja, ko se obračunavajo delitve dobička, so lahko krajša (trimesečna) ali daljša (letna), podobno ni pravila tudi pri obdobju obračunavanja upravljavske provizije (mesečna pri Medvešek Pušniku d.d. in Abanki d.d., trimesečna pri ostalih). Za isto obdobje kot upravljavska provizija se pogosto obračunava tudi delitev dobička (Ilirika d.d., Poteza d.d.), vendar pa nekateri ponudniki upravljavsko provizijo obračunavajo za krajša obdobja (Nova Ljubljanska banka d.d., Medvešek Pušnik d.d., Abanka d.d.).

Investitor plača upravljavsko provizijo v odstotku upravljanih sredstev, pri čemer nekateri upravljalci vzamejo kot osnovo povprečno vrednost sredstev v obdobju, za katerega se upravljavska provizija obračunava (Medvešek Pušnik d.d.), nekateri pa tržno vrednost sredstev na zadnji dan obračunskega obdobja (Ilirika d.d.). Upravljavska provizija je zaradi tega neodvisna od rezultata (dobička) ter jo stranka plača ne glede na to, ali je bil donos v obračunskem obdobju ustvarjen ali ne. Pri delitvi dobička se tržno stanje portfelja na zadnji dan obračunskega obdobja primerja z najvišjim zadnjim obračunanim stanjem, od njune pozitivne razlike pa stranka plača določen odstotek, odvisen od načina obračuna ter vrednosti vplačanih sredstev. Nekatere slovenske borzno posredniške hiše in banke strankam obračunavajo samo delitev dobička brez upravljavske provizije (v nekaterih primerih Ilirika d.d.), zaradi česar je delež delitve dobička v tem primeru nekoliko višji. Vendar pa slednje pomeni, da investitor plača provizijo samo v primeru, če je portfelj ob koncu obračunskega obdobja zrasel nad najvišje zadnje obračunano stanje, sicer se mu provizija s tega naslova ne obračuna (Interno gradivo Ilirike d.d., 5. 11. 2007).

3.5. Davčni vidik individualnega upravljanja premoženja

Investitorji, ki svoje premoženje zaupajo v upravljanje eni ali več bankam oziroma borzno posredniškim hišam, so podvrženi plačevanju dveh vrst davkov – davka na dodano vrednost ter davka na kapitalski dobiček, v kolikor gre za fizične osebe, oziroma davka od dohodka pravnih oseb, v kolikor so stranke pravne osebe.

3.5.1. Davčni vidik pri fizičnih osebah

Davek na kapitalski dobiček je v primeru fizičnih oseb najpomembnejši davek na področju poslovanja z vrednostnimi papirji. V preteklosti je bil davek na kapitalski dobiček del dohodninske napovedi, medtem ko je od uveljavitve Zakona o dohodnini (v nadaljevanju Zdoh-1, 2006) ločen od dohodninske napovedi. V primeru tega davka plača investitor davek glede na realiziran kapitalski dobiček v letu dni. Davčna stopnja je za vse investitorje enotna, 20 %, s tem da se, glede na 126a člen Zdoh-1 (2006), vsakih 5 let lastništva nad finančnim instrumentom zniža za 5 odstotnih točk.

Dobiček iz kapitala je po Zdoh-1 (2006) opredeljen kot dobiček, dosežen z odsvojitvijo kapitala. Za obdavčljivo odsvojitvev kapitala se šteje vsaka odsvojitvev kapitala, kot je prodaja kapitala, dajanje kapitala v dar, zamenjava kapitala, unovčitev investicijskega kupona investicijskega sklada, izplačilo sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru likvidacije vzajemnega sklada, izplačilo lastniškega deleža v primeru prenehanja gospodarske družbe, zadruga ali druge oblike organiziranja, zmanjšanje deleža v okviru zmanjšanja lastniškega kapitala gospodarske družbe, zadruga ali druge oblike organiziranja ter drugi primeri izplačila lastniškega deleža, izplačanega v denarju ali v naravi, če ni z zakonom drugače določeno.

Davčna osnova od dobička iz kapitala je razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi. Kadar je razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in tisto, v času pridobitve negativna (izguba), se lahko v letu, za katero se odmerja dohodnina, za navedeno izgubo zmanjšuje pozitivna davčna osnova za dobiček iz kapitala, vendar ne več kot znaša pozitivna davčna osnova za dobiček iz kapitala. Ne glede na to, negativna razlika (izguba), ki je dosežena z odsvojitvijo kapitala, ne zmanjšuje pozitivne davčne osnove, če (2006):

- zavezanec v roku 30 dni pred ali po odsvojitvi kapitala pridobi vsebinsko istovrstni nadomestni kapital, ali pridobi pravico do nakupa ali obveznost nakupa istovrstnega kapitala;
- zavezanec odsvoji kapital in zavezančev družinski član ali pravna oseba, v kateri ima zavezanec lastniški delež ali pravico do lastniškega deleža v višini najmanj 25 % v

obliki vrednosti vseh deležev ali v obliki glasovalne pravice na podlagi lastniških deležev v konkretni osebi, neposredno ali posredno pridobi istovrstni kapital.

Vrednostni papirji, ki jih ima stranka v upravljanju pri banki ali borzno posredniški hiši, se lahko vodijo kot ločene evidence. 96. člen Zdoh-1 (2006) pravi, da je zavezanec dolžan voditi evidenco zalog istovrstnega kapitala, ki se vodijo po metodi zaporednih cen (angl. first in first out - FIFO). Ne glede na to določbo pa lahko zavezanec vodi ločeno evidenco zalog istovrstnih vrednostnih papirjev, ki jih ima v gospodarjenju pri borzno posredniški družbi na podlagi pogodbe o gospodarjenju z vrednostnimi papirji.

Z začetkom leta 2007 je pričel veljati nov Zakon o dohodnini (v nadaljevanju Zdoh-2, 2006), ki ima cilj poenostaviti postopke oddajanj napovedi ter dodatno razbremenjuje davčne zavezanca iz nižje dohodkovne lestvice. V primeru gospodarjenja s finančnimi instrumenti je pomembna predvsem ta sprememba, da se je po Zdoh-1 (2006) pozitivna razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi, ki ga ima zavezanec v gospodarjenju pri borzno posredniški družbi na podlagi pogodbe o gospodarjenju s finančnimi instrumenti, zmanjšala za dejanske stroške zavezanca v obliki provizije po pogodbi, vendar skupaj ne več kot 1,50 % pozitivne razlike. Po Zdoh-2 pa se pri vrednosti ob pridobitvi in odsvojitvi finančnega instrumenta upoštevajo normirani stroški v višini 1% prodaje oziroma nakupa.

3.5.2. Davčni vidik pri pravnih osebah

Pri pravnih osebah se dobički pri prodaji vrednostnih papirjev štejejo med prihodke iz financiranja, kar pomeni, da je obdavčitev dobičkov pravnih oseb odvisna od celotnega poslovnega izida podjetja.

Obdavčitev pravnih oseb določa Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (v nadaljevanju ZDDPO-2, 2006), v skladu s katerim so obdavčeni vsi dohodki pravne osebe domačega in tujega prava. Zavezanec za plačilo tega davka je rezident in nerezident, pri čemer je rezident neomejeno davčno zavezan, kar pomeni, da je zavezan plačevati davek od vseh dohodkov, ki imajo svoj vir v in izven Republike Slovenije, nerezident pa je zavezan plačevati davek od vseh dohodkov, ki imajo svoj vir v Sloveniji. Davčna osnova je dobiček, ki je presežek prihodkov nad odhodki, določenimi z zakonom. Pri določanju prihodkov in odhodkov za ugotavljanje davčne osnove se v največji možni meri sledi prihodkom in odhodkom, izkazanim v poslovni bilanci. Pri tem je med drugimi posebnostmi, posebej za finančne naložbe oziroma finančne instrumente, ki jih imajo zavezanci v posesti za trgovanje in se po določbah računovodskih standardov merijo po pošteni vrednosti prek poslovnega izida, določeno, da se odhodki iz naslova prevrednotenja priznajo v obračunani višini. ZDDPO-2 (2006) natančno določa primere, ko se v zvezi z

ugotavljanjem davčne osnove določeni prihodki izvzamejo iz davčne osnove oziroma določa davčno nepriznane odhodke. Splošna davčna stopnja je v letu 2007 znašala 23 %, potem pa se bo zniževala za eno odstotno točko na leto vse do leta 2010, ko bo znašala 20 % (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 9. 7. 2007).

Na področju individualnega upravljanja premoženja je ključna pomanjkljivost davčnega vidika pri pravnih, predvsem pa pri fizičnih osebah v tem, da se davek plačuje tako pri obračunavanju provizije (davek na dodano vrednost) kot tudi pri kapitalskih dobičkih (davek na kapitalski dobiček) oziroma dobičkih podjetij (davek od dohodka pravnih oseb). Poleg tega se višina provizije ne odšteva od osnove za plačilo davka od kapitalskih dobičkov, pač pa se tako provizija kot tudi davek na kapitalski dobiček plačujeta od celotne osnove. Slednje ne predstavlja posebne težave investitorjem, ki v okviru storitve borznega posredovanja samostojno trgujejo z vrednostnimi papirji, saj je tam višina provizije običajno bistveno nižja, medtem ko lahko investitorjem na individualnem upravljanju to pomembno zniža neto donosnost portfelja.

Kot že omenjam v prejšnjem odstavku je provizija, ki jo borzno posredniška hiša ali banka zaračuna za opravljanje storitve individualnega upravljanja premoženja fizičnim ali pravnim osebam, podvržena plačilu davka na dodano vrednost. Slednji se plačuje tako na delitev dobička kot tudi na obračunano upravljavsko provizijo. Zakon o davku na dodano vrednost (v nadaljevanju ZDDV, 1998) je v tem pogledu napisan nekoliko ohlapno, kar pušča možnost različnih razlag, vendar pa investitorje zavezuje k plačevanju davka na dodano vrednost na obe vrsti provizije pojasnilo Davčnega urada RS, ki pravi (Davčni urad RS, 17. 12. 2002): »Za upravljanje, ki se v skladu s 4.e točko prvega odstavka 27. člena ZDDV (1998) ne šteje za oproščen promet, se šteje gospodarjenje z vrednostnimi papirji po nalogu in za račun posamezne stranke, ki se opravlja v skladu s predpisi, ki urejajo to področje. Davčno osnovo za obračun DDV za storitve gospodarjenja z vrednostnimi papirji v skladu z 21. členom ZDDV (1998) predstavlja dogovorjeno plačilo (provizija), ne glede na to, na kakšen način je plačilo dogovorjeno – v fiksnem znesku, v odstotku od vrednosti premoženja ali vrednostnih papirjev v upravljanju ali v odstotku od doseženega kapitalskega dobička v določenem obdobju.«

4. VZAJEMNI SKLADI PRI SLOVENSKIH DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE

4.1. Opredelitev vzajemnega sklada

Za povprečnega varčevalca v razvitem svetu postaja vlaganje denarja v vzajemne sklade vse bolj priljubljena oblika varčevanja. Konec leta 2006 je bilo v Ameriki v vseh vzajemnih skladih skupno 10.413,62 mrd USD, kar je 16,94 % več kot leto prej ter dvakrat več kot leta 1996 (Mutual Fund Fact Book, 2007, str. 95). Panoga vzajemnih skladov se izredno hitro razvija ter z relativno visokimi donosnostmi v zadnjih letih in inovativno naložbeno politiko uspeva privabljati vedno nove investitorje. Slovenske družbe za upravljanje so v letu 2006 ustanovile 44 novih vzajemnih skladov, njihovo skupno število pa je konec leta 2006 znašalo 99 (Poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2006, 2007, str. 11).

Vzajemni sklad je premoženje, oblikovano na podlagi prihrankov fizičnih ali pravnih oseb, ki jih v vzajemni sklad vplačajo v gotovini. Premoženje je v izključni lasti vlagateljev in je v celoti ločeno od premoženja družbe za upravljanje, ki sklad ustanovi in upravlja ter katere cilj je upravljanje sklada izključno v korist vlagateljev. Premoženje vzajemnega sklada sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje, razdeljeno pa je na točke, katerih vrednost se izračunava vsakodnevno. Izračun poteka na način, da se skupna čista vrednost premoženja vzajemnega sklada deli s številom enot sklada. Velikost sklada ob ustanovitvi ni določena, z vložkom v sklad pa postanejo investitorji tudi njegovi solastniki.

Po ZISDU-1 (2005) je vzajemni sklad »investicijski sklad, oblikovan kot ločeno premoženje, ki je razdeljeno na enote, katerih vrednost je na zahtevo imetnika izplačljiva iz tega premoženja in ga upravlja DZU.« 112. člen ZISDU-1 (2005) pa pravi, da je »vzajemni sklad premoženje, ki je ločeno od premoženja DZU-ja, ki upravlja ta sklad, in je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Vzajemni sklad ni pravna oseba. Smatra se, da je vzajemni sklad lociran v državi, v kateri je registriran sedež DZU-ja, ki upravlja ta vzajemni sklad. Fizična oziroma pravna oseba postane lastnik sorazmernega dela premoženja vzajemnega sklada z vplačilom investicijskega kupona vzajemnega sklada. Vzajemni sklad se oblikuje in upravlja izključno v korist imetnikov investicijskih kuponov.«

Vzajemni skladi zberejo omejena sredstva manjših investitorjev v večje zneske ter ob tem zaradi večjega obsega sredstev dosežejo pri trgovanju prednosti; investitorji pa so ob tem upravičeni do sorazmernega dela v celotni masi, ki je odvisna od višine njihovega vložka. Tovrsten sistem omogoča manjšim investitorjem prednosti, za dosego katerih so

pripravljeni upravljavcu sklada plačati provizijo. Prednosti specializacije so dovolj velike, da lahko sklad ponudi učinkovito storitev ter hkrati obračuna dovolj provizije, da ob tem doseže zadovoljiv dobiček (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 16).

Vzajemni sklad lahko oblikuje le DZU po predhodno pridobljenem dovoljenju s strani ATVP. Po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1, 2005) je DZU »gospodarska družba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje ATVP za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov.« DZU je gospodarska družba, ki se ustanovi izključno za upravljanje investicijskih skladov ter upravlja vzajemni sklad v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov. Organizirana je lahko kot delniška družba ali družba z omejeno odgovornostjo. DZU vodi evidenco o imetnikih investicijskih kuponov, vodi računovodstvo za sklad, izvršuje investicijsko politiko sklada, skrbi za upoštevanje vseh zakonskih omejitev in obveščanje vlagateljev. Za upravljanje vzajemnega sklada je DZU upravičena do upravljaljske provizije, ki je določena v odstotkih od povprečne letne čiste vrednosti sredstev sklada.

Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote, ki se imenujejo točke vzajemnega sklada ali investicijski kuponi. Vrednost enote premoženja se izračunava vsak dan. Zaradi možnosti poljubnih nakupov in prodaj točk vzajemnega sklada se velikost premoženja dnevno spreminja. Ko investitorji vlagajo svež kapital, upravljavci kupujejo vrednostne papirje, kadar zahtevajo izplačilo točk, pa upravljavci prodajajo vrednostne papirje in na ta način zagotovijo potrebna likvidna sredstva. Zato je ponavadi premoženje vzajemnih skladov sestavljeno iz vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzah in za katere je poznan tečaj. Seveda pa je premoženje vzajemnega sklada pogojeno z investicijsko politiko, zakonodajo in pravili upravljanja vzajemnega sklada (Lubej, 2002, str. 31).

Vzajemni skladi zbirajo kapital, pri čemer so nekakšna alternativa varčevanju v bankah in vsem ostalim oblikam varčevanja. Investitorjem prinašajo vrsto koristi v primerjavi s klasičnim investiranjem v vrednostne papirje. Glavne prednosti vzajemnih skladov so (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 129):

- razpršenost finančnega premoženja;
- strokovno upravljanje s premoženjem;
- likvidnost;
- enostavnost in udobnost.

Vzajemni sklad običajno vsebuje več deset naložb, zato lahko rečemo, da je premoženje vlagateljev močno razpršeno. Za upravljanje sklada skrbi upravljavec, ki natančno sledi naloženi politiki sklada ter skuša v vsakem trenutku optimizirati njegovo strukturo. Vlagatelj lahko sredstva vplačuje in izplačuje časovno neomejeno, pri čemer je lastnik zgolj točk vzajemnega sklada in ne neposredno naložb sklada, kar poenostavi vodenje investitorjevih evidenc.

Kot glavno slabost vzajemnih skladov lahko opredelimo provizijo in stroške, katerih višina je največkrat pogojena z vrsto sklada ter predpisi in zakonskimi podlagami v posameznih državah. Vstopne provizije delniških vzajemnih skladov se gibljejo do 4 %⁹, upravljaljske pa do 3 %¹⁰.

Ena od slabosti vzajemnega sklada je tudi podrejenost interesov investitorja investicijski politiki sklada. Varčevalci v skladu namreč niso delničarji družbe, ki sklad upravlja, temveč so zgolj lastniki sklada, zaradi česar nimajo glasovalnih pravic oziroma pravic upravljanja s premoženjem sklada. V zadnjem obdobju se je število vzajemnih skladov v Sloveniji močno povečalo, kakovost ponudbe DZU-jev pa se vzpenja na mednarodno raven. Skladi postajajo vse bolj ozko usmerjeni, zato zahtevajo že precej investitorjevega znanja s področja kapitalskih trgov ter bolj poglobljeno analizo in aktivno spremljanje kot pred leti. Slednje dandanes za investitorja predstavlja oviro, saj je ravno časovna omejenost ena od ključnih dejavnikov pri odločanju za vplačilo sredstev v vzajemni sklad.

Bogle (1994, str. 55–56) je opredelil naslednje ključne slabosti investiranja denarja v vzajemne sklade:

- nepreglednost stroškov poslovanja investicijskega sklada ter spremenljivost teh stroškov;
- neomogočanje nadzora nad realizacijo kapitalskih dobičkov;
- v množici investicijskih skladov, ki so na trgu, je vedno težje izbrati pravi sklad, kar ob specializaciji skladov zmanjšuje bistvo investiranja v te finančne produkte;
- neoseben odnos med vlagatelji in upravljavci vzajemnih skladov.

4.2. Slovenska zakonodaja s področja vzajemnih skladov

Področje upravljanja in delovanja vzajemnih skladov je v Sloveniji od leta 1994 urejeno z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU, 1994), ki poleg institucije vzajemnega sklada obravnava še DZU, investicijsko družbo, pooblaščen družbo za upravljanje ter pooblaščen investicijsko družbo. V kasnejših letih je bilo sprejetih še nekaj dopolnitev zakona, ki so se prilagajale razvoju kapitalskega trga ter ob tem jasneje določale ključne parametre poslovanja vzajemnih skladov, med drugim tudi na področju naložbenih politik in kadrovskih pogojev, ki jih morajo izpolnjevati DZU-ji.

Deloma je področje delovanja vzajemnih skladov urejeno tudi z ZTVP-1 (2006) in Zakonom o deviznem poslovanju (v nadaljevanju ZDP-1, 1999). Vzajemni skladi ter DZU-

⁹ Ilirika Modra kombinacija 2,80 %; KD Galileo 3 %; Publikum Balkan 3 %.

¹⁰ Ilirika Modra kombinacija 2 %; KD Galileo 2 %; Publikum Balkan 2,75 %.

ji so namreč med pomembnejšimi udeleženci trga kapitala, zato je potrebno dati ustrezni regulativi na tem področju še toliko pomembnejšo veljavo. Čas je pokazal, da je bilo v ZISDU (1994) preveč pomanjkljivosti, zato je bil leta 2002 sprejet novi ZISDU-1 (2002), ki bolj podrobno opredeljuje poslovanje vzajemnih skladov ter je v pretežnem delu usklajen s pravnim redom Evropske Unije. Uskladitev predpisov z normami Evropske Unije je bil tudi eden od glavnih posrednih razlogov za sprejem novega zakona, zaradi preveč korenitih novitet v primerjavi z do tedaj veljavno zakonodajo pa zgolj dopolnitve niso bile smotrne. Posebej je bilo namreč treba urediti vprašanja prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov v Republiki Sloveniji, tako da bi bila slovenska ureditev v celoti usklajena z Direktivo Evropske unije o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (85/611/EEC, 1985) in njenimi dopolnitvami. Novi zakon je v večji meri upošteval ureditev, ki jo poznajo države članice Evropske Unije, vendar pa je bilo hkrati z njegovo uveljavitvijo omogočen tudi nadaljnji razvoj segmenta investicijskih skladov. Poleg tega opredeljuje delovanje investicijskih skladov držav članic v Republiki Sloveniji, njihov položaj pa ni nič manj ugoden od položaja, ki velja za investicijske sklade s sedežem v Republiki Sloveniji. V letih, ki so sledila, se je ZISDU-1 (2002) še dopolnjeval, zadnje spremembe in dopolnitve pa so bile sprejete v letu 2007.

Prvi člen zakona ZISDU-1 (2005) pravi: »Zakon določa pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter ureja način in nadzor njihovega poslovanja, pogoje prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov v Republiki Sloveniji, vrste storitev, ki jih druge osebe opravljajo za investicijske sklade in pogoje ter način opravljanja teh storitev, kakor tudi nadzor in pogoje upravljanja pokojninskih vzajemnih skladov.«

DZU mora pred začetkom sprejemanja vplačil enot premoženja vzajemnega sklada pridobiti dovoljenje ATVP za upravljanje vzajemnega sklada. Vzajemni sklad pa oblikuje na način, da najprej sprejme pravila njegovega upravljanja in s skrbnikom sklade pogodbo o opravljanju skrbniških storitev. ZISDU-1 (2005) v 15. členu podrobno določa poslovanje DZU-ja. Za DZU se uporabljajo tudi določbe Zakona o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD, 2006). V 16. členu ZGD (2006) je opredeljena dejavnost DZU-ja, ki ne sme opravljati nobene druge dejavnosti razen storitev upravljanja investicijskih skladov oziroma storitev upravljanja finančnega premoženja dobro poučenih vlagateljev, vendar le pod pogojem, če upravlja tudi premoženje vsaj enega vzajemnega sklada.

Naložbe, ki jih lahko vsebuje vzajemni sklad, so opredeljene v 64. členu ZISDU-1 (2005). Ta člen pravi, da lahko premoženje investicijskih skladov predstavljajo samo naslednje vrste naložb:

- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, ki so sprejeti ali s katerimi se trguje na organiziranem trgu;

- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na drugem organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji ali v državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD, ki redno deluje in je priznan ter odprt za javnost;
- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev tuje države, če so izpolnjeni dodatni pogoji;
- vrednostni papirji, ki jih pridobi družba za upravljanje za račun investicijskega sklada v postopku njihove prve prodaje, če so izpolnjeni dodatni pogoji;
- enote oziroma delnice drugih investicijskih skladov iz 9. oziroma 10. člena zakona ZISDU-1 (2005), če so izpolnjeni dodatni pogoji;
- denarni depoziti pri kreditnih ustanovah, če so izpolnjeni dodatni pogoji;
- izvedeni finančni instrumenti opredeljeni v ZTVP-1 (2005) ter tem instrumentom enakovredni instrumenti, katerih poravnava se vrši z denarnim plačilom, pri čemer so izpolnjeni dodatni pogoji;
- instrumenti denarnega trga, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, oziroma s katerimi se običajno trguje na denarnem trgu, če so izpolnjeni dodatni pogoji.

Po 135. členu ZISDU-1 (2005) upravljanje premoženja vzajemnega sklada obsega:

- sklepanje pravnih poslov, katerih predmet je premoženje vzajemnega sklada;
- razpolaganje s premoženjem vzajemnega sklada zaradi izpolnitve obveznosti iz poslov, sklenjenih pri upravljanju premoženja vzajemnega sklada;
- sprejemanje izpolnitev obveznosti druge pogodbene stranke na podlagi poslov, sklenjenih pri upravljanju premoženja vzajemnega sklada;
- uresničevanje pravic iz vrednostnih papirjev vzajemnega sklada oziroma drugih finančnih naložb vzajemnega sklada.

V prihodnje se pričakuje nadaljevanje razvoja zakonodaje s področja investicijskih skladov, saj bo zaradi pojava nekaterih novih, predvsem strukturiranih in garantiranih produktov, katerih zametki se že kažejo, potrebno natančneje zasnovati zakonodajo ter pri tem učinkoviteje nadzirati njeno izvajanje.

4.3. Oblike investicijskih skladov

4.3.1. Oblike skladov glede na naložbeno politiko

Vrste vzajemnih skladov so velikokrat pogojene z naložbeno politiko posameznega sklada. Vsak vzajemni sklad ima namreč točno določeno naložbeno politiko, opredeljeno v prospektu, ki jo mora po preteku uskladičvenega obdobja (začetno obdobje delovanja

sklada po ustanovitvi) striktno spoštovati. Tako ima, na primer, sklad denarnega trga v portfelju kratkoročne, nizko tvegane instrumente denarnega trga, medtem ko obvezniški sklad vsebuje vrednostne papirje s fiksnim donosom.

Poznamo različne oblike vzajemnih skladov (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 107):

- delniški skladi;
- obvezniški skladi;
- specializirani skladi;
- skladi denarnega trga;
- mešani skladi.

Delniški vzajemni skladi zbrane prihodke primarno investirajo v delnice, pri čemer dosega prihodke z naslova dividend oziroma s kapitalskimi dobički ob rasti cen delnic. Podobno obvezniški skladi dosega prihodke z naslova kuponov in obresti ter iz kapitalskih dobičkov, premoženje pa investirajo predvsem v obveznice. Specializirani skladi ponujajo investitorjem ozko panožno oziroma regijsko naložbeno politiko, skladi denarnega trga pa usmerjajo premoženje v instrumente denarnega trga, omogočajo relativno visoko stabilnost glavnice ter so med bolj likvidnimi. Pri mešanih vzajemnih skladih vlagajo upravljalci zbrano premoženje v uravnoteženo kombinacijo delnic in obveznic ter instrumentov denarnega trga in, v kolikor je to omogočeno, celo izvedenih finančnih instrumentov.

4.3.2. Oblike skladov glede na možnost unovčenja

V kolikor investicijske sklade delimo glede na možnost unovčenja, jih ločimo na:

- zaprte investicijske sklade;
- odprte investicijske sklade.

Poleg vzajemnih skladov, ki so odprti investicijski skladi, se investicijski skladi pojavljajo tudi kot zaprti investicijski skladi oziroma investicijske družbe. Obe vrsti skladov sta ustanovljeni z namenom zbiranja in vlaganja sredstev v različne likvidne finančne naložbe, vendar obstajajo med njima tudi pomembne razlike.

Zaprti investicijski skladi so najstarejši med vsemi oblikami skladov. Le-ti ob nastanku izdajo točno določeno število delnic, ki jih prejmejo vlagatelji v zameno za vložena sredstva. Zbrani kapital upravljalci naložijo v naložbe, ki so bile že vnaprej opredeljene z investicijsko politiko sklada. Pomembno je, da število delnic oziroma deležev sklada ostaja ves čas enako, uspešnost poslovanja sklada pa se odraža skozi vrednost njegovih delnic in izplačanega dobička na delnico v obliki dividende. V Sloveniji so bile to v preteklosti pooblašene investicijske družbe, ki so nastale v obliki privatizacijskega procesa

slovenskih podjetij (Jesenek, 2003, str. 76). Pri odprtem investicijskem skladu lahko vlagatelj kadar koli kupi enote tega sklada, pri zaprtem investicijskem skladu pa vlagatelj kupi enote tega sklada le na borzi, kar pomeni, da mu jih mora eden od vlagateljev prodati (Žnidaršič, 1999, str. 45). Pri nakupu enot odprtega investicijskega sklada mora vlagatelj v večini primerov plačati vstopno provizijo, medtem ko pri nakupu enot zaprtega investicijskega sklada plača borzno posredniško provizijo.

4.3.3. Oblike skladov glede na hitrost obračanja sredstev

Investicijske sklade večkrat ločimo tudi glede na to, kako aktivno je njihovo upravljanje. Če pogledamo aktivno stran bilance stanja, se skladi med seboj razlikujejo glede na pogostost sprememb njihovega premoženja (Mramor, 2000, str. 89–93):

- skladi so aktivno upravljani;
- skladi, za katere je značilno, da ohranjajo svoje premoženje dalj časa nespremenjeno;
- skladi, katerih premoženje je fiksirano in se v času poslovanja sklada ne spreminja.

Poleg tega pa je tudi pri aktivno upravljanih skladih hitrost obračanja sredstev med skladi zelo različna. Velikokrat je slednja odvisna od razmer na trgih ter smeri gibanja naložb na posameznih trgih oziroma v posameznih panogah.

4.4. Naložbena politika pri upravljanju vzajemnih skladov

Za razliko od individualnega upravljanja premoženja, kjer je običajno naložbena politika opredeljena precej široko, je le-ta pri upravljanju vzajemnih skladov bistveno manj fleksibilna. Upravljavci sklada morajo namreč vzajemni sklad upravljati skladno z vnaprej določenimi pravili upravljanja ter so pri tem pri prilagajanju razmeram na borznih trgih običajno relativno ozko omejeni. Glavna dokumenta, ki opredeljujeta naložbeno politiko vzajemnega sklada, sta prospekt ter pravila upravljanja.

Prospekt vsebuje vse informacije in podatke o finančnem in pravnem položaju vzajemnega sklada, poslovanju vzajemnega sklada, prenosljivosti kupona in pravicah, ki izhajajo iz kupona vzajemnega sklada, tveganjih povezanih z naložbeno politiko vzajemnega sklada in druge podatke, ki so potrebni, da vlagatelj na njihovi podlagi oceni primernost in ustreznost naložbe v investicijske kupone vzajemnega sklada. Prospekt vzajemnega sklada vsebuje vrste naložb, za katere je ATVP vzajemnemu skladu izdala soglasje za vlaganje sredstev. Navaja tudi, ali ima vzajemni sklad dovoljenje za transakcije z izvedenimi finančnimi instrumenti – v tem primeru mora prospekt vsebovati izrecno izjavo, iz katere je razvidno, ali se ti posli lahko izvajajo za namene zavarovanja pred tveganji ali s ciljem

doseči naložbene cilje, ter verjetne posledice uporabe izvedenih finančnih instrumentov za upravljanje s tveganji (ZISDU-1, 2005).

Prospekt mora bodisi kot sestavni del besedila prospekta bodisi kot posebno prilogo obsegati pravila upravljanja vzajemnega sklada oziroma statut investicijske družbe. Pravila upravljanja vzajemnega sklada urejajo vsebino pravnih razmerij med DZU, ki upravlja vzajemni sklad in imetniki investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Pravila upravljanja vzajemnega sklada (ZISDU-1, 2005) morajo med drugim vsebovati:

- ime vzajemnega sklada;
- investicijsko politiko vzajemnega sklada;
- višino vstopnih oziroma izstopnih stroškov, do katerih je upravičena DZU, način njihovega izračuna ter plačila;
- višino provizije za upravljanje vzajemnega sklada, do katere je upravičena DZU, način izračuna ter obračuna te provizije;
- vrste drugih stroškov, do povrnitve katerih je v breme premoženja vzajemnega sklada upravičena DZU in vrste drugih stroškov, ki neposredno bremenijo vzajemni sklad;
- višino provizije, do katere je upravičen skrbnik ter način obračuna te provizije;
- vrste drugih stroškov, do povrnitve katerih je v breme premoženja vzajemnega sklada upravičen skrbnik;
- navedbo, da so celotni stroški poslovanja vzajemnega sklada navedeni v prospektu in izvlečku prospekta;
- opis metode izračuna stroškov iz prejšnje točke;
- navedbo uporabe (zadržanje oziroma razdelitev) prihodkov oziroma čistega dobička vzajemnega sklada in v primeru razdelitve prihodkov imetnikom enot premoženja tudi: opis rokov in načina zajetja imetnikov enot premoženja vzajemnega sklada, opis načina razdelitve teh prihodkov, davčne posledice takšne razdelitve za imetnike enot premoženja in za vzajemni sklad ter vpliv razdelitve na vrednost enote premoženja naslednji dan po razdelitvi in izplačilu teh prihodkov v denarni obliki oziroma v obliki premijskih enot;
- način obveščanja imetnikov investicijskih kuponov o finančnem in pravnem položaju vzajemnega sklada, o njegovem poslovanju in o zamenjavi skrbnika;
- pogoje in način prenosa opravljanja skrbniških storitev na drugega skrbnika in zagotavljanje zaščite vlagateljev v vzajemne sklade v takem primeru;
- pogoje in način prenosa upravljanja vzajemnega sklada na drugo DZU in zagotavljanje zaščite vlagateljev v vzajemne sklade v takem primeru;
- postopek spremembe pravil upravljanja vzajemnega sklada;
- način izračuna nakupne vrednosti investicijskega kupona ter postopek vplačil in izdaje investicijskih kuponov;
- način izračuna odkupne vrednosti investicijskega kupona ter postopek unovčenja in izplačila vrednosti investicijskega kupona;

- pogoje in okoliščine v katerih lahko vzajemni sklad začasno zaustavi odkup investicijskega kupona, način izvršitve takšne zaustavitve, kot tudi način obveščanja imetnikov v zvezi z zaustavitvijo odkupa in časom trajanja zaustavitve odkupa;
- postopek likvidacije vzajemnega sklada;
- druge pravice imetnikov investicijskih kuponov in način uresničitve teh pravic.

V naložbeni politiki DZU natančno opredeli, v katere vrste naložb bodo usmerjena sredstva vzajemnega sklada ter kakšen bo njihov delež. DZU pri tem začrta, kolikšen delež sklada bo investiran v lastniške, dolžniške, izvedene ter instrumente denarnega trga. Pomembna omejitev je tudi navedba najvišjega deleža sredstev sklada, ki leži v denarju oziroma denarnih ekvivalentih.

4.5. Stroški in provizije vzajemnih skladov

V splošnem stroške vlaganja v sklade delimo na provizije, ki jih vlagatelj plača neposredno, in na letne operativne stroške, ki si jih upravitelj odšteje od čiste letne vrednosti sredstev sklada, kar pomeni, da jih vlagatelj poravna posredno (Benz, Di Teresa, Kinnel, 2003, str. 49).

Upravljavska provizija je namenjena kritju stroškov, ki jih ima upravljavec z upravljanjem sklada. V Sloveniji se ta giblje od 1 % do 3 %, višina pa je odvisna predvsem od naložbene politike sklada (Zorman, 2004, str. 1–6). Manj tvegani, obvezniški skladi, imajo praviloma nižje provizije, medtem ko so slednje pri delniških skladih višje. Poleg naložbene politike pa ima pomemben vpliv na višino provizije način upravljanja sklada. Če je ta upravljan pasivno, so provizije nižje, če je upravljan aktivno, torej tako da se pogosteje menja struktura naložb in se s tem išče čim boljše naložbene možnosti, pa so provizije višje (Lubej, 2002, str. 7–12).

DZU si za upravljanje vzajemnega sklada zaračunava vstopne in izstopne stroške, ki so opredeljeni v pravilih upravljanja vzajemnega sklada. Vstopne stroške obračuna DZU v odstotku od zneska vplačila investicijskih kuponov ob njihovem vplačilu, medtem ko izstopne stroške obračuna v odstotku od zneska izplačila investicijskih kuponov ob njihovem izplačilu. Glede na zakonske določbe (ZISDU-1, 2005) izstopni stroški pri izplačilu posameznega investicijskega kupona ne smejo presegati 3 % zneska izplačila, večina slovenskih DZU-jev pa izstopnih provizij običajno sploh ne obračunava.

DZU je iz sredstev vzajemnega sklada upravičen izvršiti plačila samo za tiste vrste stroškov v zvezi z upravljanjem vzajemnega sklada, ki so določeni v pravilih upravljanja vzajemnega sklada. Pravila upravljanja vzajemnega sklada lahko določijo, da je DZU iz sredstev vzajemnega sklada upravičen izvršiti plačila provizije in plačila za vse oziroma

posamezne od naslednjih vrst stroškov, ki DZU-ju nastanejo v zvezi z opravljanjem storitev upravljanja vzajemnega sklada (ZISDU-1, 2005):

- stroškov posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev na organiziranih trgih vrednostnih papirjev (provizije in drugi stroški, ki jih je treba v zvezi z nakupom oziroma prodajo plačati organizatorju organiziranega trga vrednostnih papirjev, KDD, borznemu posredniku);
- stroškov za provizije in druge stroške, ki jih je treba plačati KDD;
- stroškov plačilnega prometa;
- stroškov revidiranja letnega poročila vzajemnega sklada;
- stroškov obveščanja imetnikov investicijskih kuponov;
- davkov in drugih davščin v zvezi s premoženjem vzajemnega sklada oziroma s prometom s tem premoženjem;
- stroškov skrbniških storitev skrbnika.

4.6. Davčni vidik trgovanja s točkami vzajemnih skladov

4.6.1. Davčni vidik pri fizičnih osebah

Vzajemni sklad ni zavezanec za plačilo davka od dohodkov pravnih oseb, saj ni pravna oseba, vendar pa davek na kapitalski dobiček bremeni investitorja, ki je pri prodaji investicijskih kuponov vzajemnega sklada realiziral donos.

Zadnja opredelitev plačevanja davkov pri trgovanju z vzajemnimi skladi s strani fizičnih oseb je bila sprejeta s spremembo Zdoh-2 (2006), ki je začel veljati z letom 2007. Slednji odpravlja posebne rešitve obdavčitve dohodkov vzajemnih skladov in uvaža posebno izločitveno obdavčitev dohodkov od dividend, obresti in kapitalskih dobičkov. Prodaja oziroma unovčitev investicijskega kupona je obdavčena kot dobiček iz kapitala, podobno kot pri prodaji delnic, drugi dohodki vzajemnih skladov pa so obdavčeni kot dividende ali kot obresti. Seštevek davčnih osnov od obresti, ki jih doseže rezident, se zmanjša za 1.000 evrov, torej se davek po stopnji 20 % plača nad letno davčno osnovo iz obresti, ki je višja od 1.000 EUR, medtem ko se davek na dividende po stopnji 20 % plača ne glede na višino davčne osnove. Dohodki vzajemnih skladov so obdavčeni s končnim davkom in se ne všttevajo v letno davčno napoved rezidenta.

Vlagatelj v investicijske kupone vzajemnega sklada je obdavčen v trenutku, ko investicijske kupone odsvoji oziroma unovči, vendar se davek plačuje enkrat letno. Davčna osnova za določitev zneska davka se ugotovi kot razlika med vrednostjo investicijskega kupona ob odsvojitvi in vrednostjo investicijskega kupona ob pridobitvi. Vrednost investicijskega kupona ob pridobitvi (nakupna vrednost) je enaka zmnožku števila enot

premoženja in vrednosti ene enote premoženja, povečana za normirane stroške v višini 1 % nakupne vrednosti. Vrednost investicijskega kupona ob odsvojitvi (odkupna vrednost) je enaka zmnožku števila enot premoženja in vrednosti ene enote premoženja, zmanjšana za normirane stroške v višini 1 %. Od tako ugotovljene davčne osnove se izračuna in plača davek po stopnji 20 %. Stopnja davka se znižuje vsakih pet let imetništva investicijskega kupona za 5 odstotnih točk (Zdoh-1, 2006).

Če je vlagatelj investicijski kupon pridobil pred uvedbo evra, se vrednost investicijskega kupona ob pridobitvi preračuna z uporabo srednjega tečaja Banke Slovenije, ki je veljal na dan pridobitve investicijskega kupona oziroma 1. januarja 2006, kadar se za nabavno vrednost investicijskega kupona šteje vrednost na ta dan.

4.6.2. Davčni vidik pri pravnih osebah

Pravne osebe, imetniki investicijskih kuponov vzajemnega sklada, ob odsvojitvi ali unovčitvi investicijskega kupona vzajemnega sklada oziroma izplačilu sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru likvidacije vzajemnega sklada niso zavezanci za plačilo davkov. Dohodek, ki ga pravna oseba ustvari s prodajo investicijskih kuponov, se upošteva v davčni osnovi za obračun davka od dohodkov pravnih oseb v skladu z ZDDPO-2 (2006). Davčna stopnja je 20 % oziroma 23 % za leto 2007, 22 % za leto 2008 in 21 % za leto 2009 (Kmetec, 2007, str. 7).

5. PRIMERJAVA USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA POVPREČNEGA PORTFELJA V INDIVIDUALNEM UPRAVLJANJU PREMOŽENJA S POVPREČNIM VZAJEMNIM SKLADOM PRI SLOVENSКИH PONUDNIKIИ STORITEV

V preteklih poglavjih je bil predstavljen opis storitev individualnega upravljanja premoženja in vzajemnih skladov, opredeljene pa so bile tudi ključne razlike med njima. V nadaljevanju bom na podlagi realnih podatkov prikazal, kateri način upravljanja sredstev je uspešnejši. Za primerjavo donosnosti in tveganja bom tako v primeru portfeljev v individualnem upravljanju premoženja kot tudi vzajemnih skladov skušal vzeti čim bolj reprezentativen in dovolj številčen vzorec ter dovolj dolgo reprezentativno obdobje. S tem namenom bom obdelal podatke v štiriletnem obdobju z začetkom vključno 1. 7. 2003 in

zaključkom vključno 30. 6. 2007. Štiriletno obdobje je dovolj dolgo, da bo moč učinkovito prikazati želene rezultate. Osnova za izračune so dnevni podatki o tržni vrednosti portfeljev v individualnem upravljanju premoženja (glej Prilogo 1) oziroma dnevne vrednosti točk vzajemnih skladov (glej Prilogo 3). Dnevne donosnosti vključujejo tako kapitalske dobičke kot tudi donosnosti z naslova prejetih dividend, kuponov in obresti.

Kot reprezentativen vzorec portfeljev v individualnem upravljanju premoženja bom izbral 10 portfeljev investorjev (primer portfelja za Investitorja 6 je viden v Prilogi 5), ki imajo premoženje v upravljanju pri eni od večjih slovenskih borzno posredniških hiš, njihovi portfelji pa imajo naslednje značilnosti:

- izbrano naložbeno politiko »po presoji upravljavca«, kar pomeni, da je naložbena politika, z izjemo spodnjih omejitev, v celoti prepuščena upravljavcu premoženja;
- investitorji v reprezentativnem obdobju niso sredstev v portfelj ne dodatno vplačevali ne iz portfelja izplačevali (s tem se izniči vpliv na donosnost);
- provizija se je skozi celotno reprezentativno obdobje obračunavala iz portfelja ter s tem zniževala tržno vrednost portfelja (podobno kot pri vzajemnih skladih obračunavanje upravljske provizije);
- delež investiranih sredstev (ne celotnega portfelja) v delnice pri vsakem od portfeljev ni nižji od 80 %, delež obveznic pa v skupnih investiranih sredstvih ne predstavlja več kot 20 % investiranih sredstev.
- v reprezentativnem obdobju je lahko v portfelju poljuben delež denarnih sredstev.

Kljub temu da upravljavci individualnega upravljanja premoženja vodijo podobno naložbeno politiko za vse stranke, je sestava premoženja pri desetih v vzorec zbranih portfeljih v individualnem upravljanju premoženja različna. Razlogov za to je več, glavna med njimi pa sta različne omejitve pri portfeljih ter različna višina sredstev, ki je v upravljanju. V kolikor, na primer, upravljavec posamezni stranki upravlja milijon evrov, se odloča na drugačen način, kot če upravlja nekaj deset tisoč evrov. Razlog za to je tudi omejena likvidnost določenih trgov, kar je glede na to, da je pogodba o individualnem upravljanju premoženja običajno sklenjena za nedoločen čas, nujno potrebno upoštevati (investitor lahko kadarkoli zahteva izplačilo).

Kot primerljiv vzorec vzajemnih skladov bom izbral 10 delniških oziroma mešanih vzajemnih skladov, katerih naložbene politike predstavljajo kakovosten vzorec za primerjavo s portfelji v individualnem upravljanju premoženja. Ti vzajemni skladi so Abančna Delniški, Infond Delniški, KD Rastko, PS Živa, Abančna Mešani, Ilirika Modra kombinacija, Infond Hrast, KD Galileo, Perspektiva WorldMix ter Probanka Alfa.

V izračunu tujih vzajemnih skladov ne bom upošteval, saj je večina slednjih dobila dovoljenje za trženje v Sloveniji šele po letu 2003, kar pomeni, da bi moral v tem primeru krajšati reprezentativno obdobje, s čimer bi bila primerjava manj smiselna. Poleg tega sta

si naložbeni politiki slovenskih vzajemnih skladov ter portfeljev v individualnem upravljanju bistveno bolj sorodni, kot če bi primerjavo delali s tujimi vzajemnimi skladi. Vzajemni skladi slovenskih upravljalcev so bili v začetnem obdobju preučevanja (leto 2003 in 2004) v precejšnji meri skoncentrirani na slovenski trg, podobno kot portfelji v individualnem upravljanju premoženja, medtem ko so vzajemni skladi tujih upravljalcev že takrat glavnino premoženja investirali na mednarodnih trgih.

Pri izračunavanju donosnosti vzajemnih skladov ni upoštevana vstopna provizija, ki donosnost znižuje ter je pri dnevni vrednosti točke vzajemnega sklada ni mogoče videti. Investitorju namreč, ki vplača denar v vzajemni sklad, se vložek že pred vplačilom zmanjša za vstopno provizijo, tako da dejansko vplačilo predstavlja zgolj neto vrednost celotnega vplačila. Hkrati niso upoštevani tudi določeni stroški pri individualnem upravljanju premoženja, ki jih investitorji tekom reprezentativnega obdobja niso plačevali iz portfelja, ampak so jih plačevali neposredno (stroški odpiranja računa, stroški letnega vodenja računa, stroški priprave obrazcev za davčno napoved, ležarine skrbniških bank, itd.). Kot predpostavko zato vzamemo, da so ti stroški v relativnem znesku približno enako visoki in jih pri izračunavanju uspešnosti ne bomo upoštevali ne pri eni ne pri drugi storitvi.

Za izračun različnih kazalnikov uspešnosti upravljanja portfeljev v individualnem upravljanju premoženja in vzajemnih skladov potrebujemo različne tipe podatkov. Osnovo predstavljajo dnevne tržne vrednosti portfeljev v individualnem upravljanju premoženja ter dnevne tržne vrednosti točk vzajemnih skladov. Kot vire pri izračunih uporabimo tudi donosnosti netveganih naložb, dnevne vrednosti oziroma donosnosti referenčnih indeksov, določimo minimalno še sprejemljivo donosnost ter druge za izračun potrebne podatke. Rezultate, ki jih bom izračunal s povprečenjem kategorij pri 10-ih v vzorec izbranih vzajemnih skladih, bom pripisal »povprečnemu vzajemnemu skladu«, ravno tako pa bom tudi rezultate, ki jih bom izračunal s povprečenjem kategorij pri 10-ih portfeljih v individualnem upravljanju premoženja pripisal »povprečnemu portfelju v individualnem upravljanju premoženja«.

5.1. Donos in donosnost

Donos in donosnost sta poleg tveganja glavni finančni kategoriji poslovnih financ. V tem poglavju bom prikazal različne izračune donosnosti portfeljev v individualnem upravljanju premoženja in vzajemnih skladov ter na podlagi slednjega primerjal, katero upravljanje je bilo v reprezentativnem obdobju uspešnejše.

Donosnost opredelimo kot razmerje med denarnim donosom in ceno naložbe (Mramor, 1999, str. 25). Donosnost naložbe je sestavljena iz obresti ali dividende in kapitalskega

dobička. V realnosti se običajno cena naložbe stalno spreminja, zato je največkrat poglavitni faktor donosnosti razlika med nakupno in prodajno ceno naložbe (Macrae, 1997, str. 13–15). Pri razmišljanju o donosu vrednostnega papirja, predvsem pa pri primerjavi vrednostnih papirjev, moramo paziti na razliko med terminom donos in donosnost. Donos je absolutna vrednost, merimo jo v denarnih enotah in nam pove, koliko denarnih enot nam prinese lastništvo vrednostnega papirja v določenem obdobju nad številom enot, ki smo jih investirali. Donosnost pa je relativen pojem, pomeni odnos med donosom vrednostnega papirja in njegovo nabavno vrednostjo. Znana je tudi kot stopnja donosa, merimo pa jo v odstotkih (Kalan, 1995, str. 5).

Donos naložbe vključuje tako denarni tok (dividenda, kupon, obresti) kot tudi večanje kapitalske vrednosti, ki je posledica rasti tržne cene investicije. Dividendna donosnost se po trgih kapitala precej razlikuje – glede na izplačane dividende v letu 2007 in tržne tečaje na dan 17. 1. 2008 je pri ameriškem indeksu S&P500 znašala 2,02 %, pri nemškem DAX-u 2,50 %, hrvaškem CROBEX-u 0,99 % ter pri slovenskem SBI20 0,70 %¹¹.

Pri izračunavanju donosnosti lahko tako v primeru portfeljev v individualnem upravljanju premoženja kot tudi vzajemnih skladov opredelimo 2 različici. Prva je povprečna letna donosnost celotnega obdobja, ki jo izračunamo po formuli (Brigham, Daves, 2002, str. 971):

$$R_{\text{letna}} = \sqrt[n]{1 + \frac{\text{cena}_n - \text{cena}_0}{\text{cena}_0}} - 1 \quad (1)$$

V enačbi cena_0 predstavlja ceno preučevane kategorije na začetku obdobja, medtem ko cena_n predstavlja njeno vrednost na koncu obdobja. n označuje število let znotraj preučevanega obdobja. V primeru merjenja kategorij v vzorec izbranih portfeljih v individualnem upravljanju premoženja in vzajemnih skladov nam enačba pove, kolikšna je povprečna letna donosnost v štiriletnem obdobju, ne oziraje se na to, kako se je vrednost premoženja gibala znotraj štiriletnega obdobja. Tako izračunano donosnost bom v magistrski nalogi poimenoval povprečna letna donosnost celotnega obdobja.

Druga različica donosnosti je izračun povprečne letne donosnosti. Izračunamo jo po formuli (Berk, Lončarski, Zajc, 2002, str. 36):

$$R_{\text{letna}} = \frac{\text{cena}_n - \text{cena}_0}{\text{cena}_0} \quad (2)$$

V enačbi cena_n predstavlja ceno preučevane kategorije na koncu leta, medtem ko cena_0 predstavlja to vrednost na začetku leta. Pove nam, kolikšna je letna donosnost posamezne

¹¹ Informacijski sistem Bloomberg, 14. 2. 2008.

finančne kategorije. Povprečno letno donosnost za večletno obdobje dobimo z aritmetičnim povprečjem letnih donosnosti. Tako dobljeno donosnost bom v magistrski nalogi poimenoval povprečna letna donosnost.

5.1.1. Donosnost povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja

Povprečno letno donosnost celotnega obdobja za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja izračunamo tako, da povprečno letno donosnost celotnega obdobja najprej izračunamo za vsak portfelj posebej, tako pridobljene vrednosti pri vsakem portfelju pa ponovno povprečimo za vse v vzorec zbrane portfelje.

Tabela 7: Povprečna letna donosnost celotnega obdobja portfeljev v individualnem upravljanju premoženja ter povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Investitor	Investitor 1	Investitor 2	Investitor 3	Investitor 4	Investitor 5
Povprečna letna donosnost celotnega obdobja	37,2374 %	38,8875 %	31,6587 %	38,0986 %	36,9455 %

Investitor 6	Investitor 7	Investitor 8	Investitor 9	Investitor 10	Povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja
32,9272 %	36,3916 %	33,6174 %	37,0120 %	38,6656 %	36,1442 %

Vir: Priloga 1; Lasten izračun.

Iz Tabele 7 lahko vidimo, da povprečna letna donosnost celotnega obdobja povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja v obdobju od 1. 7. 2003 do 30. 6. 2007 znaša 36,14 %, medtem ko je v Tabeli 8 razvidno, da znaša njegova povprečna letna donosnost 39,19 %. Povprečno letno donosnost za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja izračunamo tako, da najprej pri vsakem portfelju izračunamo letne donosnosti za vsako leto posebej (štiri leta), jih povprečimo (dobimo povprečno letno donosnost za posamezen portfelj), nakar povprečimo še tako dobljene donosnosti pri vseh v vzorec zbranih portfeljih v individualnem upravljanju premoženja.

Tabela 8: Povprečna letna donosnost portfeljev v individualnem upravljanju premoženja ter povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Investitor	Investitor 1	Investitor 2	Investitor 3	Investitor 4	Investitor 5
Aritmetično povprečje letnih donosnosti	40,9251 %	42,3911 %	35,1786 %	41,5095 %	39,0774 %

Investitor 6	Investitor 7	Investitor 8	Investitor 9	Investitor 10	Povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja
35,3675 %	39,9895 %	36,5866 %	39,3693 %	41,5403 %	39,1935 %

Vir: Priloga 1; Lasten izračun.

5.1.2. Donosnost povprečnega vzajemnega sklada

Povprečno letno donosnost celotnega obdobja za povprečen vzajemni sklad izračunamo na enak način kot pri povprečnem portfelju v individualnem upravljanju premoženja, torej tako, da povprečno letno donosnost celotnega obdobja najprej izračunamo za vsak vzajemni sklad posebej, nakar tako pridobljene rezultate pri posameznem vzajemnem skladu povprečimo za vse vzajemne sklade, ki so vključeni v vzorec.

Povprečne letne donosnosti celotnega obdobja desetih v vzorec zbranih vzajemnih skladov so različne, saj imajo slednji različno naložbeno politiko, različen način obračunavanja stroškov, itd. Donosnosti so prikazane v Tabeli 9.

Tabela 9: Povprečna letna donosnost celotnega obdobja vzajemnih skladov ter povprečnega vzajemnega sklada, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Vzajemni sklad	Abančna Delniški	Infond Delniški	KD Rastko	Abančna Mešani	Modra Kombinacija
Povprečna letna donosnost celotnega obdobja	24,8185 %	23,5777 %	25,3216 %	19,8001 %	23,0612 %
PS Živa	Infond Hrast	KD Galileo	Perspektiva WorldMix	Probanka Alfa	Povprečen vzajemni sklad
20,1420 %	18,4195 %	23,0067 %	17,1126 %	15,5191 %	21,0779 %

Vir: Priloga 3; Lasten izračun.

Iz Tabele 9 je razvidno, da znaša povprečna letna donosnost celotnega obdobja povprečnega vzajemnega sklada v preučevanem obdobju 21,08 %, povprečna letna donosnost povprečnega vzajemnega sklada pa znaša v istem obdobju 21,69 %. Prikazana je v Tabeli 10.

Pri nadaljnjih izračunih bom večinoma uporabljal povprečno letno donosnost celotnega obdobja, le pri pri izračunavanju Treynorjevega koeficienta bom kot enega izmed podatkov uporabil povprečno letno donosnost povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja oziroma povprečnega vzajemnega sklada .

Tabela 10: Povprečna letna donosnost vzajemnih skladov ter povprečnega vzajemnega sklada, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Vzajemni sklad	Abančna Delniški	Infond Delniški	KD Rastko	Abančna Mešani	Modra Kombinacija
Aritmetično povprečje letnih donosnosti	26,3082 %	24,0566 %	26,5345 %	20,3466 %	23,4179 %
PS Živa	Infond Hrast	KD Galileo	Perspektiva WorldMix	Probanka Alfa	Povprečen vzajemni sklad
20,9451 %	18,5181 %	23,6608 %	17,5305 %	15,5553 %	21,6874 %

Vir: Priloga 3; Lasten izračun.

5.1.3. Primerjava donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega vzajemnega sklada

Glede na podatke o dnevni tržni vrednosti portfeljev ter vrednosti točk vzajemnih skladov v štiriletnem obdobju med 1. 7. 2003 in 30. 6. 2007, ima povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja višjo povprečno letno donosnost celotnega obdobja kot povprečen vzajemni sklad. Povprečna letna donosnost celotnega obdobja povprečnega portfelja v individualnem upravljanju znaša v štiriletnem obdobju 36,14 %, medtem ko znaša povprečna letna donosnost celotnega obdobja povprečnega vzajemnega sklada 21,08 %. Povprečna letna donosnost celotnega obdobja povprečnega portfelja v individualnem upravljanju je tako za 15,06 odstotne točke višja od povprečne letne donosnosti celotnega obdobja povprečnega vzajemnega sklada.

Sicer nekoliko drugačne rezultate, a še vedno s precej višjo donosnostjo povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja nad donosnostjo povprečnega vzajemnega sklada, nam daje tudi izračun povprečne letne donosnosti obeh v vzorec zajetih kategorij. Kot je razvidno iz Tabele 9 in Tabele 10 (str. 46), je povprečna letna donosnost povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja za 17,51 odstotne točke višja od povprečne letne donosnosti povprečnega vzajemnega sklada.

5.1.4. Statistično preizkušanje domneve o enakosti donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega vzajemnega sklada

V prejšnjem poglavju smo prikazali razliko v donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega vzajemnega sklada. Rezultat te primerjave je sicer pravilen, a nekoliko poenostavljen, saj primerjava ne vključuje celotne populacije, temveč temelji na vzorcih, hkrati pa ne vključuje tudi načina porazdelitve enot v vzorcih ter razlike v variabilnosti donosnosti. Zaradi tega je smiselno potrditi oziroma zavrniti domnevo, da sta donosnosti primerjanih storitev statistično enaki oziroma neenaki. Slednje lahko na učinkovit način prikažemo z izračunom t-testa.

S pomočjo t-testa preverjamo domneve o enakosti dveh povprečij. To storimo tako, da izberemo neodvisno spremenljivko, ki vzorec razdeli na dva dela (v našem primeru vzajemni skladi ter portfelji v individualnem upravljanju premoženja), nato pa za vsak del izračunamo povprečje izbrane spremenljivke (v našem primeru povprečne letne donosnosti celotnega obdobja), tako dobljeni povprečji med seboj primerjamo. Hkrati tudi določimo stopnjo značilnosti α , na podlagi katere določimo kritično območje. Pri izračunavanju t-testa je potrebno v začetku opredeliti statistično domnevo. Statistična domneva je trditev, ki se nanaša na parameter ali obliko verjetnostne porazdelitve za spremenljivko v populaciji oziroma populacijah. Ta trditev je lahko pravilna ali pa ni pravilna. Domneve

lahko preverimo, tako, da opazujemo vse enote v relevantni populaciji – v tem primeru gre za popis, ki omogoča sklep o tem, ali je trditev pravilna ali ni pravilna. V večini primerov pa popis oziroma opazovanje celotnih populacij ni mogoče in moramo presojo opreti na vzorčne podatke. Tedaj ni mogoče z gotovostjo trditi, ali trditev velja ali ne velja – na podlagi vzorčnih podatkov lahko le sklepamo, da je trditev verjetno pravilna ali verjetno ni pravilna (Košmelj, 1993, str. 195–196).

Postopek, s katerim na podlagi vzorčnih podatkov ugotavljamo, ali je trditev, ki jo izražamo v obliki domneve, verjetno pravilna oziroma verjetno nepravilna, je statistično preizkušanje domnev. Za izračun t-testa je potrebno opredeliti 2 domnevi – ničelno domnevo, ki je v našem primeru trditev, da sta letni donosnosti celotnega obdobja povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega vzajemnega sklada enaki ter alternativno domnevo, da sta neenaki. Glede na to, da sta vzorca vzajemnih skladov in portfeljev v individualnem upravljanju premoženja medsebojno neodvisna, je primeren izbor izračuna t-testa za dva neodvisna vzorca. Pri tem je potrebno poudariti, da je izbira preizkusnega izraza odvisna od enakosti oziroma neenakosti varianc za preučevano spremenljivko v obeh populacijah. Zato moramo še pred izvedbo preizkusa skupin s F-preizkusom preveriti ničelno domnevo, da sta varianci enaki. Ker v našem primeru ni pomembno, katera varianca je večja, v alternativni domnevi upoštevamo neenakost med njima. F-preizkus opravimo s pomočjo naslednje enačbe (Rogelj, 2000, str. 70):

$$F = \frac{s_1^2}{s_2^2} = \frac{\frac{1}{n_1 - 1} \left[\sum_{i=1}^{n_1} y_{i1}^2 - \frac{1}{n_1} \left(\sum_{i=1}^{n_1} y_{i1} \right)^2 \right]}{\frac{1}{n_2 - 1} \left[\sum_{i=1}^{n_2} y_{i2}^2 - \frac{1}{n_2} \left(\sum_{i=1}^{n_2} y_{i2} \right)^2 \right]} \quad (3)$$

V enačbi n_1 predstavlja število preučevanih enot prvega vzorca, n_2 število preučevanih enot drugega vzorca, y_1 predstavlja vrednost enote prvega vzorca, y_2 pa vrednost enote drugega vzorca.

Izračun F-testa v primeru podatkov o letnih donosnostih celotnega obdobja pri portfeljih v individualnem upravljanju premoženja in vzajemnih skladih prikaže vrednost 0,56 (glej Prilogo 6), kar je več od vrednosti 0,25, ki jo odčitamo iz tabele za F-test (glej Prilogo 8). Na podlagi vzorčnih podatkov zaradi slednjega ne moremo zavrniti ničelne domneve, da sta populacijski varianci enaki, zato pri t-testu upoštevamo možnost izračuna za dva neodvisna vzorca z neenakima variancama pri stopnji značilnosti $\alpha = 0,05$.

t-test izračunamo na podlagi naslednje enačbe (Rogelj, 2000, str. 70):

$$t = \frac{\bar{y}_1 - \bar{y}_2}{se(\bar{y}_1 - \bar{y}_2)} = \frac{\frac{1}{n_1} \sum_{i=1}^{n_1} y_{i1} - \frac{1}{n_2} \sum_{i=1}^{n_2} y_{i2}}{\sqrt{\frac{n_1 + n_2}{n_1 \times n_2} \frac{(n_1 - 1)s_1^2 + (n_2 - 1)s_2^2}{n_1 + n_2 - 1}}} \quad (4)$$

V enačbi n_1 predstavlja število preučevanih enot prvega vzorca, n_2 število preučevanih enot drugega vzorca, y_1 predstavlja vrednost enote prvega vzorca, y_2 pa vrednost enote drugega vzorca. Izračun vrednosti s_1 in s_2 je viden pri izračunu F-testa (glej Enačbo 3 na str. 48).

Izračun t-testa v primeru podatkov o letnih donosnostih celotnega obdobja pri portfeljih v individualnem upravljanju premoženja in vzajemnih skladih prikaže vrednost 11,32 (glej Prilogo 7), kar je več od vrednosti 2,10, ki jo odčitamo iz tabele za t-test (glej Prilogo 9). Zato na podlagi vzorčnih podatkov zavrnilo ničelno domnevo pri stopnji značilnosti $\alpha = 0,05$ in sprejmemo sklep, da donosnosti celotnega obdobja povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega vzajemnega sklada nista statistično enaki.

5.2. Tveganje

Tveganje lahko opredelimo kot verjetnost, da bodo dejanski bodoči donosi naložb drugačni od pričakovanih. Slednje vključuje tudi možnost izgube dela ali celote kapitala, ki smo ga investirali v naložbo. Tveganje pomeni negotovost glede bodočih stopenj donosa, v poslovnih finančah pa ga najpogosteje prikažemo s standardnim odklonom (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 123).

Peterlin (2005, str. 18) pravi, da je, splošno gledano, tveganje verjetnost, da bo uresničitev naše poslovne odločitve drugačna od pričakovane. Poleg tega pa v svojem delu (Peterlin, 2005, str. 25) precej podrobno opredeljuje tudi finančna tveganja, katera povzroča spremenljivost finančnega trga ter katerih skupna lastnost je, da je sedanja vrednost prihodnjega denarnega toka podjetja negotova. Običajno se finančna tveganja merijo s spremembami finančnih mer, kot so devizni tečaji, obrestne mere in cene finančnih instrumentov.

S statističnega vidika tveganje opredelimo s standardnim odklonom na podlagi naslednje formule (Anderson, Sweeney, Williams, 2001, str. 93):

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (x_i - \bar{x})^2} \quad (5)$$

Oznaka N predstavlja število dni merjenja v preučevanem obdobju, x_i predstavlja donosnost na posamezen dan, $\bar{x}$ pa povprečno dnevno donosnost. Velja, da je vrednostni papir tem bolj tvegan, čim večja je varianca oziroma standardni odklon njegove donosnosti (Mramor, 2000, str. 53).

Standardni odklon je absolutna mera tveganja in pri dani verjetnostni porazdelitvi ponazarja razpršenost vrednosti okoli povprečne vrednosti (Peterlin, 2005, str. 289). Velik standardni odklon kaže na veliko razpršenost enot v populaciji, to pomeni, da so enote razporejene v velikem obsegu okoli aritmetične sredine. Majhen standardni odklon pa nasprotno predstavlja veliko koncentracijo statističnih enot okoli aritmetične sredine (Croome, 16. 8. 2007).

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

Za upravljavca premoženja je zelo pomembno, da pozna investitorjevo nagnjenost k tveganju, saj lahko le na ta način uspešno upravlja z njegovim premoženjem. Racionalni investitorji niso naklonjeni tveganju, zato se raje odločajo za manj tvegane naložbe. Večjo negotovost so pripravljeni sprejeti le, če je pričakovana stopnja donosa dovolj velika, da odtehta tveganje (Brigham, Daves, 2002, str. 21). Posledica takšnega obnašanja je, da so ob enakem pričakovanem donosu bolj tvegane naložbe vredne manj, kot tiste, ki so manj tvegane. »To pravzaprav pomeni, da ima tveganje svojo ceno (in obseg). Pri finančnih naložbah v vrednostne papirje se to kaže v zahtevi po višji donosnosti vrednostnega papirja oziroma višjem diskontnem faktorju pri večjem tveganju (Mramor, 2000, str. 50).«

Da bi bili torej ljudje pripravljeni investirati tudi v bolj tvegane naložbe, se mora učinek tveganja izraziti v povečani zahtevani stopnji donosa. To je namreč osnovna ekonomska logika – večje kot je tveganje, večja je zahtevana stopnja donosa.

Tveganje in donosnost finančnih sredstev lahko analiziramo na dva načina (Brigham, Daves, 2002, str. 21):

- tveganje in donosnost posamezne naložbe;
- tveganje in donosnost premoženja.

5.2.1. Tveganje povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja

Standardni odklon povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja izračunamo na način, da najprej izračunamo dnevni standardni odklon donosnosti posameznega portfelja, ki ga transponiramo na letno raven, nakar dobljene vrednosti povprečimo za vseh deset v vzorec zbranih portfeljev. Dnevni standardni odklon transponiramo na letno raven s pomočjo naslednje formule (Peterlin, 2005, str. 298):

$$\sigma_{letni} = \sigma_{obdobni} * \sqrt{\dot{S}O} \quad (6)$$

$\dot{S}O$ predstavlja oznako za število enot znotraj obdobja (število obdobj). Das (1998, str. 310) predlaga uporabo 250 ali 260 dni pri izračunu letne nestanovitnosti iz dnevne na podlagi predpostavke, da je v letu 250 oziroma 260 delovnih dni. V magistrski nalogi bom za transponiranje dnevnih standardnih odklonov na letno raven uporabil 250 delovnih dni znotraj leta.

Standardni odkloni desetih v vzorec zbranih portfeljev v individualnem upravljanju premoženja so tako po letih, v primeru posameznega portfelja, kot tudi med različnimi portfelji znotraj istega obdobja, različni. Razlog za to so različna gibanja trgov po letih ter različne naložbe v posameznih portfeljih.

Tabela 11: Standardni odkloni donosnosti portfeljev v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Investitor	Investitor 1	Investitor 2	Investitor 3	Investitor 4	Investitor 5
Standardni odklon donosnosti	8,6747 %	8,8575 %	8,8222 %	8,8737 %	9,0956 %

Investitor 6	Investitor 7	Investitor 8	Investitor 9	Investitor 10	Povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja
8,9614 %	9,9569 %	9,9133 %	9,5314 %	9,8861 %	9,2573 %

Vir: Priloga 1; Lasten izračun.

Tabela 11 prikazuje, da znaša standardni odklon donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja za štiriletno obdobje 9,26 %. Slednje pomeni, da je povprečen odklon donosnosti od povprečne donosnosti pri povprečnem portfelju v individualnem upravljanju premoženja 9,26 %.

5.2.2. Tveganje povprečnega vzajemnega sklada

Standardni odklon povprečnega vzajemnega sklada izračunamo kot aritmetično povprečje standardnih odklonov desetih v vzorec zbranih vzajemnih skladov, ki jih izračunamo iz dnevnih podatkov o standardnih odklonih. Standardni odkloni desetih v vzorec zbranih vzajemnih skladov so tako po letih, v primeru posameznega vzajemnega sklada, kot tudi med različnimi vzajemnimi skladi znotraj istega obdobja, različni. Razlog za to so različna gibanja trgov po letih ter različne naložbene politike vzajemnih skladov.

Tabela 12: Standardni odkloni donosnosti vzajemnih skladov in povprečnega vzajemnega sklada, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Vzajemni sklad	Abančna Delniški	Infond Delniški	KD Rastko	Abančna Mešani	Modra Kombinacija
Standardni odklon donosnosti	6,3534 %	6,6609 %	7,1567 %	5,3900 %	5,9624 %

PS Živa	Infond Hrast	KD Galileo	Perspektiva WorldMix	Probanka Alfa	Povprečen vzajemni sklad
6,4743 %	5,5941 %	6,1277 %	4,7188 %	5,3980 %	5,9836 %

Vir: Priloga 3; Lasten izračun.

V Tabeli 12 vidimo, da znaša v reprezentativnem obdobju standardni odklon donosnosti povprečnega vzajemnega sklada 5,98 %. Slednje pomeni, da je povprečen odklon donosnosti od povprečne letne donosnosti celotnega obdobja pri povprečnem vzajemnem skladu 5,98 %.

5.2.3. Primerjava tveganja povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega vzajemnega sklada

Kot je razvidno v poglavjih 5.2.1. in 5.2.2. znaša standardni odklon donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja v štiriletnem obdobju 9,26 %, medtem ko znaša standardni odklon donosnosti povprečnega vzajemnega sklada v istem obdobju 5,98 %. Iz slednjega lahko sklepamo, da je standardni odklon donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja za 3,28 odstotne točke višji glede na enako obdobje pri povprečnem vzajemnem skladu. Povprečni portfelj v individualnem upravljanju je torej 1,55-krat bolj tvegan od povprečnega vzajemnega sklada.

5.3. CAPM model in merjenje uspešnosti upravljanja

V kolikor želimo določiti stopnjo izpolnjevanja investicijskih ciljev kar se da objektivno, mora biti uspešnost premoženja merjena v relativno dolgem časovnem obdobju, na primer

3 do 5 let (Levine, 1975, str. 1222). Le v tako dolgem obdobju je namreč mogoče verodostojno zmeriti rezultate, saj na ta način zmanjšamo vpliv enkratnih nepredvidenih dogodkov, ki lahko vplivajo na uspešnost upravljanja v kratkoročnem obdobju. V kratkem obdobju lahko namreč pride do enkratnih dogodkov, ki imajo velik vpliv na merjene kategorije, zaradi česar je moč podatke izkoristiti za prikaz neverodostojnih rezultatov (Levine, 1988, str. 1229).

Hkrati z dovolj dolgim reprezentativnim obdobjem pa uspešnost posameznih finančnih produktov ne moremo primerjati samo na podlagi ene kategorije, kot je na primer tveganje ali donosnost, pač pa moramo v izračun vključiti obe karakteristiki. Slednje je možno na podlagi različnih standardiziranih kazalnikov. Nekateri med njimi, ki jih bom izračunal tudi v magistrski nalogi, so:

- Sharpeov koeficient;
- kazalnik Sortino;
- Treynorjev koeficient;
- informacijski koeficient;
- merilo M^2 .

Klasični kazalniki temeljijo na modelu za določanje cen dolgoročnih naložb CAPM (angl. capital asset pricing model), katerega zametke za kasnejši razvoj je z uvedbo sodobne premoženjske teorije razvil Harry Markowitz (1952, str. 91).

Sodobna premoženjska teorija ima dve ključni značilnosti: maksimiziranje pričakovane prihodnje donosnosti oziroma minimiziranje tveganja pričakovane prihodnje stopnje donosa. Njeno temeljno sporočilo pravi, kako naj racionalni investitor uporabi razpršitev tveganja za optimiziranje njegovega premoženja ter kako naj se določi cena, če poznamo njeno tveganje glede na tveganje trga (Markowitz, 1952, str. 87–92). Sodobna premoženjska teorija na ta način predstavlja osnovo mnogim bodočim modelom za določanje cen dolgoročnih naložb, tudi modelu CAPM.

Osnova CAPM je predpostavka, da je vrednost naložbe enaka sedanji vrednosti pričakovanih denarnih tokov, modificirani s premijo za tveganje. Na podlagi slednjega obstaja tesna povezava med vrednostjo neke naložbe in njenim tveganjem. Ponuja poenostavljen pogled na realnost, saj je težko vnesti kompleksno naravo mednarodnih trgov v zgolj en model v razmerah negotovosti (Solnik, 1996, str. 138). CAPM je zanimiv predvsem zaradi močnih in relativno enostavnih predvidevanj, kako meriti tveganje ter odnos med pričakovano donosnostjo in tveganjem. Glede na sodobno premoženjsko teorijo je Sharpe, ki je CAPM model razvil, vanj vnesel dve novi spremenljivki: tržno premoženje ter netvegani vrednostni papir. Temeljna enačba modela CAPM je (Bodie, Kane, Marcus, 2005, str. 925):

$$E(r_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f) \quad (7)$$

$E(r_i)$ v enačbi predstavlja pričakovano donosnost naložbe oziroma portfelja, r_f donosnost netvegane naložbe, β_i vrednost koeficienta beta ter $E(R_m)$ pričakovano tržno donosnost. Enačba nam pove, da je v ravnovesju na trgu kapitala pričakovana donosnost naložbe v tvegane vrednostne papirje enaka vsoti donosnosti naložbe v netvegane vrednostne papirje in premije za tveganje, ki je odvisna od absolutne cene tveganja.

V nadaljevanju so predstavljeni ključni kazalniki uspešnosti upravljanja portfeljev v individualnem upravljanju premoženja oziroma vzajemnih skladov.

5.3.1. Sharpeov koeficient

Sharpeov koeficient predstavlja absolutno mero uspešnosti in primerja presežno donosnost premoženja z variabilnostjo njegove donosnosti v preučevanem obdobju. Sharpeov koeficient prikazuje realizirano presežno donosnost na enoto celotnega tveganja danega premoženja, kjer celotno tveganje predstavlja standardni odklon donosnosti preučevanega premoženja. Pogosto ga tudi opredelimo kot merilo nagrade na enoto celotnega tveganja (Sharpe, Aleksander, Bailey, 1999, str. 846).

Sharpeov koeficient prikazuje uspešnost upravljanja premoženja. Pozitivna vrednost odraža učinkovito poslovanje, negativne vrednosti pa pomenijo slabo uspešnost upravljanja. Višja kot je vrednost Sharpeovega koeficienta, večja je stopnja presežnega donosa na enoto tveganja.

Sharpeov koeficient, ki je pogosto imenovan kazalnik donosnost-tveganje, je eden najbolj uporabljenih kriterijev za merjenje dodatne donosnosti na enoto tveganja. Izračunamo ga kot (Schweser Study Notes, 2007, str. 134):

$$\text{Sharpeov koeficient} = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_{rf}}{\sigma_p} \quad (7)$$

V enačbi predstavlja $\bar{r}_p$ donosnost naložbe, $\bar{r}_{rf}$ predstavlja donosnost netvegane naložbe, σ_p pa je standardni odklon donosnosti naložbe. Vse kategorije so izražene na letni ravni.

Za izračun Sharpeovega koeficienta za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja ter povprečen vzajemni sklad uporabimo povprečno donosnost celotnega obdobja (glej Tab. 7, na str. 45 in Tab. 9, na str. 46) ter standardni odklon, izračunan v

Tabeli 11 (str. 51) in Tabeli 12 (str. 52). Za izračun določimo tudi donosnost netvegane naložbe, za katero izberemo desetletno nemško državno obveznico, katere donosnost do dospelja znaša 4,33 %¹².

Tabela 13: Izračun Sharpeovega koeficienta za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Donosnost povprečnega portfelja	36,1442 %
Standardni odklon donosnosti povprečnega portfelja	9,2573 %
Donosnost netvegane naložbe	4,3300 %
Sharpeov koeficient	3,4367

Vir: Priloga 1; Informacijski sistem Bloomberg; Lasten izračun.

Iz Tabele 13 lahko vidimo, da znaša vrednost Sharpeovega koeficienta za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja 3,44, medtem ko je iz Tabele 14 viden izračun Sharpeovega koeficienta za povprečen vzajemni sklad, ki znaša 2,80. Slednje pomeni, da je dodatna donosnost nad netvegano donosnostjo 3,44-krat oziroma 2,80-krat višja od tveganja, ki je izraženo s standardnim odklonom. Sharpeov koeficient povprečnega vzajemnega sklada sem izračunal kot količnik razlike povprečne letne donosnosti celotnega obdobja povprečnega vzajemnega sklada in letne donosnosti netvegane naložbe ter standardnega odklona donosnosti povprečnega vzajemnega sklada.

Tabela 14: Izračun Sharpeovega koeficienta za povprečen vzajemni sklad, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Donosnost povprečnega vzajemnega sklada	21,0779 %
Standardni odklon donosnosti povprečnega vzajemnega sklada	5,9836 %
Donosnost netvegane naložbe	4,3300 %
Sharpeov koeficient	2,7990

Vir: Priloga 2; Informacijski sistem Bloomberg; Lasten izračun.

Iz Tabele 13 in Tabele 14 je razvidno, da je vrednost Sharpeovega koeficienta v primeru povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja za 0,64 oziroma 22,78 % višja od vrednosti koeficienta pri povprečnem vzajemnem skladu. To pomeni, da je v primeru povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja dosežena višja dodatna donosnost (nad netvegano donosnostjo) glede na enoto celotnega tveganja, ki je izražena s standardnim odklonom. Glede na to, da je višja vrednost Sharpeovega koeficienta za investitorja ugodnejša, lahko sklepamo, da je upravljanje uspešnejše v primeru individualnega upravljanja premoženja. V kolikor bi bil povprečen portfelj v

¹² Informacijski sistem Bloomberg, 28. 9. 2007.

individualnem upravljanju premoženja enako tvegan kot povprečen vzajemni sklad, bi ob trenutnem načinu upravljanja s portfeljem v individualnem upravljanju premoženja investitor dosegel višjo dodatno donosnost nad netvegano donosnostjo kot pri povprečnem vzajemnem skladu.

5.3.2. Kazalnik Sortino

Kazalnik Sortino je v svoji osnovi precej podoben Sharpeovemu koeficientu, vendar pri izračunu upošteva le negativen odklon oziroma slabo tveganje, saj je odklon navzgor za vlagatelja pozitiven. Je variacija Sharpeovega koeficienta, ki loči škodljivo volatilnost od splošne volatilnosti. Kazalnik omogoča investitorjem boljši pregled nad tveganjem kot v primeru upoštevanja celotne volatilnosti, ki ne razlikuje med tem, kolikokrat vrednost naložbe zraste in kolikokrat pade glede na še sprejemljivo donosnost. Višja vrednost kazalnika Sortino je za investitorja ugodnejša.

Sortino in Satchell (2002, str. 63–64) pravita, da kazalnik Sortino meri presežno donosnost nad minimalno še sprejemljivo donosnostjo glede na tveganje naložbe. Definiran je kot (Sortino, Satchell, 2002, str. 64):

$$Kazalec\ Sortino = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_t}{\sigma_d} \quad (8)$$

V enačbi $\bar{r}_p$ predstavlja letno donosnost naložbe, $\bar{r}_t$ predstavlja minimalno še sprejemljivo letno donosnost, σ_d pa negativno tveganje.

Negativno tveganje v statistiki opredelimo z negativnim odklonom donosnosti. Negativen odklon donosnosti predstavlja morebitno izgubo, ki lahko nastane zaradi tveganja ter pri tem kot merilo upošteva tudi minimalno še sprejemljivo donosnost. Negativen odklon se od standardnega odklona razlikuje v dveh karakteristikah. Prvič, standardni odklon merimo glede na povprečje donosnosti, medtem ko negativen odklon merimo glede na zunanjo referenčno točko oziroma minimalno še sprejemljivo stopnjo donosa. Slednjo je mogoče določiti na različne načine. Na primer, minimalna še sprejemljiva stopnja donosa je lahko najnižja možna stopnja donosa pred izgubo oziroma minimalna stopnja donosa, ki smo jo še pripravljeni sprejeti. Drugič, standardni odklon meri vse odklone od povprečne donosnosti, medtem ko negativen odklon meri samo odklone pod referenčno točko (Sortino, Satchell, 2002, str. 179).

V praksi negativen odklon izračunamo tako, da najprej v opazovanem obdobju poiščemo zgolj donosnosti, katerih vrednost je nižja od minimalne še sprejemljive donosnosti. Nato

od vsake tako dobljene vrednosti, znotraj celotnega obdobja, odštejemo še minimalno sprejemljivo donosnost ter razliko kvadriramo. Dobljene vrednosti na časovni skali znotraj obdobja seštejemo ter delimo s skupnim številom teh vrednosti, končni rezultat (negativen odklon donosnosti) pa je koren tega količnika. Za izračun dnevnega negativnega odklona donosnosti sem uporabil podatke o donosnostih pri v vzorec izbranih portfeljih v individualnem upravljanju premoženja (primer Priloga 1) ter vzajemnih skladih (primer Priloga 3), dnevne vrednosti pa sem na letno raven transponiral na podlagi 250 dnevnega delavnika.

V Tabeli 15 in Tabeli 16 so prikazani negativni odkloni donosnosti portfeljev v individualnem upravljanju premoženja oziroma negativni odkloni donosnosti vzajemnih skladov ter te vrednosti pri povprečnem portfelju v individualnem upravljanju premoženja in povprečnem vzajemnem skladu.

Tabela 15: Negativen odklon donosnosti portfeljev v individualnem upravljanju premoženja in povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Investitor	Investitor 1	Investitor 2	Investitor 3	Investitor 4	Investitor 5
Negativen odklon donosnosti	7,1839 %	6,9736 %	7,2028 %	7,0354 %	7,3500 %

Investitor 6	Investitor 7	Investitor 8	Investitor 9	Investitor 10	Povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja
7,7451 %	8,5220 %	8,3254 %	8,3685 %	8,4771 %	7,7184 %

Vir: Priloga 1; Lasten izračun.

Tabela 16: Negativen odklon donosnosti vzajemnih skladov in povprečnega vzajemnega sklada, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Vzajemni sklad	Abančna Delniški	Infond Delniški	KD Rastko	Abančna Mešani	Modra Kombinacija
Negativen odklon donosnosti	5,9322 %	6,3392 %	6,9699 %	5,1919 %	6,1936 %

PS Živa	Infond Hrast	KD Galileo	Perspektiva WorldMix	Probanka Alfa	Povprečen vzajemni sklad
6,3125 %	5,6977 %	6,1677 %	4,4917 %	5,5456 %	5,8842 %

Vir: Priloga 2; Lasten izračun.

Iz Tabele 15 in Tabele 16 je razvidno, da so negativni odkloni donosnosti višji pri portfeljih v individualnem upravljanju premoženja. Letni negativen odklon donosnosti za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja znaša 7,72 %, medtem ko znaša njegova vrednost pri povprečnem vzajemnem skladu 5,88 %. Vrednost negativnega odklona donosnosti pri povprečnem portfelju je tako za 1,84 odstotne točke oziroma za 1,31-krat višja od negativnega odklona pri povprečnem vzajemnem skladu, zaradi česar je povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja bolj tvegan. Podoben rezultat

smo sicer dobili tudi pri računanju celotnega tveganja (merjenega s standardnim odklonom), vendar pa je bila v takratnem primeru razlika še višja, povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja je bil takrat 1,55-krat bolj tvegan kot povprečen vzajemni sklad (glej Poglavje 5.2.3., na str. 52).

Kazalnik Sortino povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja izračunamo kot količnik razlike povprečne letne donosnosti celotnega obdobja povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in minimalne še sprejemljive donosnosti ter negativnega odklona donosnosti. Kot minimalno še sprejemljivo donosnost tako za povprečen portfelj kot tudi za povprečen vzajemni sklad izberemo povprečno letno donosnost bančnega depozita pri izbranih slovenskih bankah za obdobje vezave enega leta, katere vrednost znaša 3,58 % (glej Tab. 1, na str. 7).

Tabela 17: Izračun kazalnika Sortino za portfelje v individualnem upravljanju premoženja in povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Donosnost povprečnega portfelja	36,1442 %
Negativen odklon donosnosti povprečnega portfelja	7,7184 %
Minimalna še sprejemljiva donosnost	3,5800 %
Kazalnik Sortino	4,2190

Vir: Priloga 1; Priloga 2; Tabela 1; Lasten izračun.

Iz Tabele 17 je razvidno, da znaša vrednost kazalnika Sortino za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja 4,22, Tabela 18 pa prikazuje izračun kazalnika Sortino za povprečen vzajemni sklad, katerega vrednost znaša 2,97. Rezultata pokažeta, da je dodatna donosnost nad minimalno še sprejemljivo donosnostjo za 4,22-krat oziroma 2,97-krat višja od tveganja, ki je izraženo z negativnim odklonom donosnosti. Kazalnik Sortino povprečnega vzajemnega sklada izračunamo kot količnik razlike povprečne letne donosnosti celotnega obdobja povprečnega vzajemnega sklada in minimalne še sprejemljive donosnosti ter negativnega odklona donosnosti povprečnega vzajemnega sklada.

Tabela 18: Izračun kazalnika Sortino za vzajemne sklade in povprečen vzajemni sklad, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Donosnost povprečnega vzajemnega sklada	21,0779 %
Negativen odklon donosnosti povprečnega vzajemnega sklada	5,8842 %
Minimalna še sprejemljiva donosnost	3,5800 %
Kazalnik Sortino	2,9737

Vir: Priloga 2; Priloga 3; Lasten izračun.

Iz Tabele 17 in Tabele 18 (str. 58) je razvidno, da je vrednost kazalnika Sortino v primeru povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja za 1,25 oziroma 41,88 % višja od vrednosti koeficienta povprečnega vzajemnega sklada. Iz slednjega lahko sklepamo, da je bilo upravljanje uspešnejše v primeru individualnega upravljanja premoženja. V tem primeru je bila namreč ustvarjena višja donosnost nad minimalno še sprejemljivo donosnostjo na enoto negativnega odklona donosnosti. Slednje investitorju prinaša večje zadovoljstvo, saj je portfelj upravljan na uspešnejši način.

Kazalnika Sharpe in Sortino, kljub temu, da sta zasnovana na podobni teoretični zasnovi, dajeta za različne finančne instrumente precej različne rezultate. Iz Tabele 19 lahko razberemo, da je v nekaterih primerih kazalnik Sortino celo negativen, česar pri Sharpeovem koeficientu ne opazimo. Razlog za to je v razliki med vrednostima netvegane donosnosti, ki se uporablja pri Sharpeovem koeficientu ter minimalne še sprejemljive donosnosti, ki se uporablja pri izračunu kazalnika Sortino, ter katera je običajno za naložbe na trgu kapitala višja. Slednje pomeni, da je lahko minimalna še sprejemljiva donosnost celo višja od donosnosti naložbe, ki jo spremljamo, kar privede do negativne vrednosti kazalnika Sortino. Vrednosti obeh kazalnikov se sicer z višanjem donosnosti ob nespremenjenem tveganju posameznega finančnega instrumenta povečujejo.

Tabela 19: Sharpeov koeficient in kazalnik Sortino za različne finančne instrumente oziroma indekse, 1992–1996

Finančni instrument/ borzni indeks	Kazalec Sortino	Sharpeov koeficient
90-dnevni blagajniški zapisi	-1,00	0,00
Lehman aggregate	-0,29	0,63
MSCI EAFE	-0,05	0,30
Russell 2000	0,55	0,93
S&P 500	0,84	1,25

Vir: Sortino, Satchell, 2002, str. 64.

V Tabeli 19 so kot osnova za prikaz kazalnikov Sharpe in Sortino, poleg blagajniških zapisov, navedeni različni borzni indeksi. Lehman agregate je glede na tržno kapitalizacijo utežen indeks, sestavljen iz ameriških obveznic. MSCI EAFE je glede na tržno kapitalizacijo utežen indeks, sestavljen iz evropskih, evrazijskih ter daljne-vzhodnih delnic. Russell 2000 je delniški indeks, sestavljen iz 2000 ameriških podjetij z majhno kapitalizacijo, S&P 500 pa je delniški indeks, sestavljen iz 500 večinoma ameriških družb z veliko kapitalizacijo (Informacijski sistem Bloomberg, 16. 12. 2007).

5.3.3. Treynorjev koeficient

Treynorjev koeficient meri dodatno donosnost naložbe nad netvegano donosnostjo glede na sistematično tveganje (angl. systematic risk) oziroma kazalnik beta (Hubner, 2003, str.

2–4). Sistematično tveganje je tveganje, ki ga posamezni tvegani vrednostni papir relativno prispeva k tveganju celotnega premoženja in ga z razpršitvijo premoženja med več naložb ni mogoče odpraviti (Mramor, 2000, str. 73).

Sistematično tveganje merimo s koeficientom beta. Koeficient beta izračunamo z linearno regresijo, katere rezultat je karakteristična premica preučevanega vrednostnega papirja ali portfelja, koeficient beta pa odraža regresijski koeficient β_i , ki kaže njen naklon. Karakteristično premico preučevanega vrednostnega papirja ali portfelja lahko prikažemo na sledeč način (Francis, Ibbotson, 2002, str. 169):

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i * r_{M,t} + e_{i,t} \quad (9)$$

V enačbi je r_{it} donosnost vrednostnega papirja oziroma portfelja i v danem časovnem obdobju t , $r_{M,t}$ donosnost tržnega portfelja (primerljivega indeksa) v istem časovnem obdobju t , α_i in β_i pa sta oceni regresijske konstante in regresijskega koeficienta v obdobju t . $e_{i,t}$ predstavlja vrednost ostankov, ki odraža kvadrate razlik med dejanskimi rezultati ter predvidenimi z regresijsko premico. Enačba karakteristične premice nam tudi pokaže, da je celotno donosnost vrednostnega papirja i v proučevanem obdobju t možno razdeliti na donosnost, ki se z razpršitvijo naložb spreminja ($\alpha_i + e_{i,t}$) in donosnost, ki pri tem ostaja enaka ($\beta_i * r_{M,t}$).

Matematično metodo koeficienta beta vrednostnega papirja i zapišemo na sledeč način (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 844):

$$\beta_i = \frac{\text{cov}_{(r_i, r_M)}}{\text{var}_{r_M}} \quad (10)$$

Tu je $\text{cov}_{(r_i, r_M)}$ kovarianca med donosnostjo i -tega vrednostnega papirja oziroma portfelja in donosnostjo tržnega portfelja (tržnega indeksa) v danem časovnem obdobju, var_{r_M} pa varianca donosnosti tržnega portfelja (indeksa) v istem časovnem preučevanem obdobju. Če je vrednost koeficienta beta večja od 1, je vrednostni papir bolj tvegan od tržnega premoženja in obratno.

Treynorjev koeficient izračunamo z enačbo na sledeč način (Strong, 2003, str. 474):

$$TR = \frac{(R_p - R_f)}{\beta_p} \quad (11)$$

V enačbi je R_p letna donosnost naložbe oziroma portfelja, R_f je letna donosnost netvegane naložbe, β_p pa je koeficient beta. Višja kot je vrednost Treynorjevega koeficienta, uspešnejše je upravljanje.

Podobno kot Sharpeov koeficient lahko tudi Treynorjev koeficient razlagamo kot razmerje med donosnostjo in tveganjem, vendar na nekoliko drugačen način, saj je tveganje v tem primeru ovrednoteno z beto, v primeru Sharpeovega koeficienta pa s standardnim odklonom. Negativna vrednost Treynorjevega koeficienta kaže na slabo upravljanje, uspešnost upravljavca pa lahko določimo le na podlagi primerjave z dosežki drugih upravljavcev, saj je dejansko rezultat odvisen tudi od razmer na trgih.

Za izračun Treynorjevega koeficienta potrebujemo aritmetično letno povprečje donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja oziroma povprečnega vzajemnega sklada, ki je v magistrski nalogi poimenovana kot povprečna letna donosnost. Za izračun torej ne vzamemo podatkov iz Tabele 7 (str. 45) in Tabele 9 (str. 46), ki predstavljajo povprečne letne donosnosti celotnega obdobja, saj v primeru izračuna Treynorjevega koeficienta potrebujemo aritmetično povprečje letnih donosnosti in ne povprečje donosnosti celotnega obdobja. Aritmetično povprečje letnih donosnosti za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja znaša 39,19 % (glej Tab 8, na str. 45), medtem ko slednje za povprečen vzajemni sklad znaša 21,69 % (glej Tab. 10, na str. 46).

Za izračun kazalnika beta je potrebno določiti tudi ustrezen primerljiv indeks povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja oziroma povprečnega vzajemnega sklada. Glede na to, da v primerjavi z naložbeno politiko desetih v vzorec zbranih portfeljev v individualnem upravljanju premoženja oziroma desetih vzajemnih skladov slednji ni vnaprej določen, bom le-tega sestavil iz različnih svetovnih borznih indeksov, ki jim bom določil ustrezne uteži. Uteži so določene na način, da v preučevanem obdobju čim boljše ponazarjajo razpršenost naložb povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja oziroma povprečnega vzajemnega sklada po regijah, trgih in panogah. Najprej bom vsaki naložbi v portfelju oziroma skladu določil trg, v katerega se uvršča, kjer bom kot kriterij vzel sedež podjetja oziroma državo, kjer poteka glavna dejavnost družbe (številna svetovna rudarska podjetja, na primer, imajo sedež v Veliki Britaniji ali Kanadi, medtem ko glavna dejavnost opravijo v drugih, največkrat razvijajočih se svetovnih državah). Nato bom pri vsakem portfelju oziroma skladu seštel deleže naložb po trgih, s čimer bom kot rezultat dobil deleže celotnega portfelja oziroma vzajemnega sklada na posameznem trgu. Vsakemu tako dobljenemu trgu bom določil primerljiv oziroma reprezentativen borzni indeks. Za ameriški trg, na primer, bom kot reprezentativen indeks določil Standard&Poors index. Pri vsakem portfelju v individualnem upravljanju premoženja oziroma vzajemnem skladu bom nato te deleže povprečil glede na vrednosti ob začetku preučevanega obdobja (1. 7. 2003) ter ob koncu obdobja (30. 6. 2007), iz česar

bom dobil povprečne deleže portfelja po posameznem trgu v preučevanem obdobju. Deleže posameznega trga bom povprečil za vseh deset portfeljev oziroma vzajemnih skladov, iz česar bom dobil utež posameznega trga pri povprečnem portfelju v individualnem upravljanju premoženja ter povprečnem vzajemnem skladu. Gibanje referenčnega indeksa v štiriletnem obdobju (Priloga 2 za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja in Priloga 4 za povprečen vzajemni sklad) bom dobil na način, da bom izračunane uteži množil z donosnostjo posameznega reprezentativnega indeksa na posamezen dan ter vrednosti znotraj posameznega dneva nato seštel za vse indekse oziroma trge. S tem bom dobil donosnost referenčnega indeksa na posamezen dan, iz katere bom lahko izračunal njegovo vrednost ter posledično dnevno donosnost za celotno preučevano obdobje. Sestava referenčnega indeksa povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja je prikazana v Tabeli 20.

Tabela 20: Sestava referenčnega indeksa za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

INDEKS	DRŽAVA/REGIJA	PONDER
DJ WORLD STOCK INDEX ¹³	SVET	0,2
STANDARD&POORS INDEX ¹⁴	AMERIKA	0,06
DJ STOXX50 ¹⁵	EVROPA	0,06
SBI20 ¹⁶	SLOVENIJA	0,6
CROBEX ¹⁷	HRVAŠKA	0,08
	SKUPAJ	1

Vir: Informacijski sistem Bloomberg; Lasten izračun.

Medtem ko sem za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja, glede na naložbeno politiko, določil pet različnih trgov oziroma borznih indeksov, bom glede na naložbeno politiko pri povprečnem vzajemnem skladu kot osnovo za izračun referenčnega indeksa izbral zgolj štiri trge oziroma borzne indekse. V referenčnem indeksu je s 15 % zastopan DJ World Stock indeks, ki predstavlja globalno razpršenost naložb, pomembne deleže pa imajo tudi ameriški, evropski in slovenski trg. Kljub temu da so naložbene politike pri vzajemnih skladih precej različne, sem na podlagi razporeditve premoženja v štiriletnem preučevanem obdobju skušal sestaviti čim bolj primerljiv referenčni indeks, ki je prikazan v Tabeli 21 (str. 63).

¹³ DJ World Stock Index je glede na kapitalizacijo utežen indeks, ki vključuje delnice podjetij iz različnih delov sveta.

¹⁴ Standard & Poors Index je glede na kapitalizacijo utežen indeks, ki vključuje 500 ameriških podjetij.

¹⁵ DJ Stoxx 50 je glede na kapitalizacijo utežen indeks, ki vključuje 50 evropskih najbolj trgovanih podjetij.

¹⁶ SBI20 je glede na kapitalizacijo utežen indeks, ki vključuje 15 najbolj trgovanih podjetij na Ljubljanski borzi.

¹⁷ CROBEX je glede na kapitalizacijo utežen indeks, ki vključuje 31 najbolj trgovanih podjetij na Zagrebški borzi.

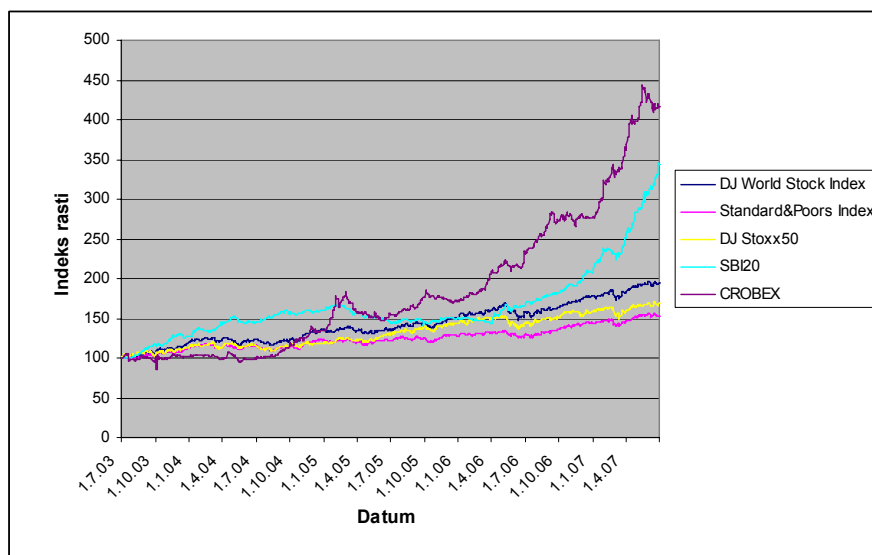
Tabela 21: Sestava referenčnega indeksa za povprečen vzajemni sklad, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

INDEKS	DRŽAVA/REGIJA	PONDER
DJ WORLD STOCK INDEX	SVET	0,15
STANDARD&POORS INDEX	AMERIKA	0,15
DJ STOXX50	EVROPA	0,15
SBI20	SLOVENIJA	0,55
	SKUPAJ	1

Vir: Informacijski sistem Bloomberg; Lasten izračun.

V Tabeli 20 (str. 62) in Tabeli 21 prikazane vrednosti so pomemben sestavni del pri izračunavanju kazalnika beta. Gibanje reprezentativnih indeksov, ki sestavljajo referenčna indeksa pri povprečnem portfelju v individualnem upravljanju premoženja in povprečnem vzajemnem skladu, je prikazano na Sliki 5.

Slika 5: Gibanja reprezentativnih indeksov, ki sestavljajo referenčni indeks povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja ter povprečnega vzajemnega sklada, 1. 7. 2003–30. 6. 2007



Vir: Informacijski sistem Bloomberg.

V Tabeli 22 (str. 64) so prikazane vrednosti bete za portfelje v individualnem upravljanju premoženja ter vrednost za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja, ki je v nadaljevanju tudi osnova za izračun Treynorjevega koeficienta. Na isti način je v Tabeli 23 (str. 64) izračunana tudi vrednost bete za povprečen vzajemni sklad.

Tabela 22: Kazalnik beta portfeljev v individualnem upravljanju premoženja ter povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Investitor	Investitor 1	Investitor 2	Investitor 3	Investitor 4	Investitor 5
Kazalnik Beta	0,7734	0,8984	0,6919	0,9975	0,9296

Investitor 6	Investitor 7	Investitor 8	Investitor 9	Investitor 10	Povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja
0,9835	0,8018	0,7550	0,8579	0,7851	0,8474

Vir: Tabela 20 (str. 62); Lasten izračun.

Iz Tabele 22 lahko razberemo, da so vrednosti bete po posameznih portfeljih različne, beta za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja pa znaša 0,85. Na podlagi referenčnega indeksa izračunamo kazalnik beta tudi za vzajemne sklade, katerega vrednosti so prikazane v Tabeli 23. Bete za posamezen vzajemni sklad so različne, beta povprečnega vzajemnega sklada pa znaša 0,35.

Tabela 23: Kazalnik beta vzajemnih skladov ter povprečnega vzajemnega sklada, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Vzajemni sklad	Abančna Delniški	Infond Delniški	KD Rastko	Abančna Mešani	Modra Kombinacija
Kazalnik Beta	0,4156	0,5420	0,4000	0,3647	0,3122

PS Živa	Infond Hrast	KD Galileo	Perspektiva WorldMix	Probanka Alfa	Povprečen vzajemni sklad
0,3549	0,2882	0,3560	0,2674	0,2074	0,3508

Vir: Tabela 21 (str. 63); Lasten izračun.

Kazalnik beta ter netvegana stopnja donosa sta ključni kategoriji za izračun Treynorjevega koeficienta. Kot netvegano donosnost pri izračunu Treynorjevega koeficienta upoštevamo donosnost desetletnih nemških državnih obveznic, ki znaša 4,33 %¹⁸.

Treynorjev koeficient povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja izračunamo kot količnik razlike povprečne letne donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in netvegane donosnosti ter koeficienta beta. V Tabeli 24 (str. 65) je prikazan izračun Treynorjevega koeficienta za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja, katerega vrednost znaša 0,41. Rezultat nam kaže primerjavo dodatne donosnosti nad netvegano donosnostjo glede na tveganje, ki ga ponazarja kazalnik beta.

¹⁸ Informacijski sistem Bloomberg, 28. 9. 2007.

Tabela 24: Treynorjev koeficient povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Aritmetično povprečje letnih donosnosti povprečnega portfelja v individualnem upravljanju	39,1935 %
Donosnost netvegane naložbe	4,3300 %
Beta povprečnega portfelja v individualnem upravljanju	0,8474
Treynorjev koeficient	0,4114

Vir: Priloga 1; Priloga 2; Tabela 25; Lasten izračun.

Na isti način izračunamo vrednost Treynorjevega koeficienta tudi za povprečen vzajemni sklad, katerega vrednost znaša 0,50 in je prikazan v Tabeli 25.

Tabela 25: Treynorjev koeficient povprečnega vzajemnega sklada, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Aritmetično povprečje letnih donosnosti povprečnega vzajemnega sklada	21,6874 %
Donosnost netvegane naložbe	4,3300 %
Beta povprečnega vzajemnega sklada	0,3508
Treynorjev koeficient	0,4947

Vir: Priloga 3; Priloga 4; Tabela 24; Lasten izračun.

Iz Tabele 24 in Tabele 25 je razvidno, da je vrednost Treynorjevega koeficienta v primeru povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja 0,41, medtem ko je ta vrednost pri povprečnem vzajemnem skladu 0,50. Iz slednjega lahko sklepamo, da je vrednost Treynorjevega koeficienta pri povprečnem portfelju v individualnem upravljanju premoženja za 0,09 oziroma 16,84 % nižja od vrednosti pri povprečnem vzajemnem skladu. To pomeni, da je bila v primeru povprečnega vzajemnega sklada dosežena višja dodatna donosnost nad netvegano donosnostjo glede na sistematično tveganje povprečnega vzajemnega sklada kot v primeru portfelja v individualnem upravljanju premoženja. V tem primeru trditev, da je upravljanje uspešnejše v primeru povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja, ne drži.

5.3.4. Informacijski koeficient

Informacijski koeficient je metoda merjenja uspešnosti vzajemnih skladov oziroma portfeljev, ki ga je razvil – prav tako kot Sharpeov koeficient – William F. Sharpe. Razlikujeta se v tem, da je informacijski koeficient relativna mera donosnosti ter da je donosnost vzajemnega sklada (portfelja) prilagojena s kriterijskim indeksom vzajemnega sklada (portfelja) namesto z donosnostjo netvegane naložbe. Informacijski koeficient

izračunamo glede na prilagojeni kriterijski indeks vzajemnega sklada (portfelja) ali krajše PKI kot (Berk, Košak, 2005, str. 6):

$$IR = \frac{(R_p - R_{PKI})}{\sigma(e)_p} \quad (12)$$

Tu R_p predstavlja donosnost vzajemnega sklada (portfelja) v preučevanem obdobju, R_{PKI} predstavlja donosnost prilagojenega kriterijskega indeksa vzajemnega sklada (portfelja) in $\sigma(e)_p$ predstavlja sledilno napako (angl. tracking error).

Informacijski koeficient je tveganju prilagojena mera uspešnosti upravljanja, ki vključuje preostalo (aktivno) donosnost glede na preostalo (aktivno) tveganje. Je zelo uporaben za merjenje uspešnosti med upravljavci, saj meri uspešnost upravljavca glede na informacijski stil oziroma naložbeno politiko. Gupta, Prajogi in Stubbs (1999, str. 34) pravijo, da je informacijski koeficient ključen pokazatelj upravljavčevega rezultata. Posebej važno pa je, da pri njegovem izračunu določimo ustrezen referenčni indeks, s čimer zagotovimo enakopravno primerjavo med upravljavci. Slednje je pomembno tudi takrat, ko portfelj upravlja več upravljavcev.

Za izračun informacijskega koeficienta je potrebno poznati sledilno napako, ki jo je opredelil Tobe (1999, str. 8–11) kot odstotno spremembo celotne donosnosti med skladom (portfeljem) ter primerljivim indeksom. Matematično enačbo sledilne napake zapišemo (Jay, 2000, str. 18):

$$TE = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_p - R_B)^2}{N - 1}} \quad (13)$$

TE predstavlja oznako za sledilno napako, R_p je donosnost vzajemnega sklada (portfelja), R_B je donosnost referenčnega indeksa, N pa število obdobj.

Informacijski koeficient povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja izračunamo kot količnik razlike povprečne letne donosnosti celotnega obdobja povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja in povprečne letne donosnosti celotnega obdobja referenčnega indeksa ter sledilne napake.

Tabela 26: Izračun Informacijskega koeficienta za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Donosnost povprečnega portfelja	36,1442 %
Donosnost referenčnega indeksa	30,2748 %
Sledilna napaka	7,7327 %
Informacijski koeficient	0,7590

Vir: Priloga 1; Priloga 2; Informacijski sistem Bloomberg; Lasten izračun.

Iz Tabele 26 lahko vidimo, da znaša vrednost Informacijskega koeficienta za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja 0,76, medtem ko vrednost koeficienta pri povprečnem vzajemnem skladu, ki ga izračunamo kot količnik razlike povprečne letne donosnosti celotnega obdobja povprečnega vzajemnega sklada in povprečne letne donosnosti celotnega obdobja referenčnega indeksa ter sledilne napake, znaša -0,69. Slednje pomeni, da je bila pri izračunu Informacijskega koeficienta za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja dosežena pozitivna dodatna donosnost nad donosnostjo referenčnega indeksa, ki je bila sicer nižja v primerjavi z vrednostjo sledilne napake, a je še vedno dala pozitiven rezultat, medtem ko je bila dodatna donosnost nad donosnostjo referenčnega indeksa v primeru povprečnega vzajemnega sklada negativna (referenčni indeks je imel v preučevanem obdobju višjo donosnost kot povprečen vzajemni sklad), zaradi česar je bila vrednost Informacijskega koeficienta v preučevanem obdobju negativna.

Tabela 27: Izračun Informacijskega koeficienta za povprečen vzajemni sklad, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Donosnost povprečnega vzajemnega sklada	21,0779 %
Donosnost referenčnega indeksa	26,2289 %
Sledilna napaka	7,4436 %
Informacijski koeficient	-0,6920

Vir: Priloga 3; Priloga 4; Informacijski sistem Bloomberg; Lasten izračun.

Iz Tabele 26 in Tabele 27 je razvidno, da je vrednost Informacijskega koeficienta v primeru povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja višja od vrednosti koeficienta pri povprečnem vzajemnem skladu, kjer je celo negativna. Iz slednjega lahko sklepamo, da je bilo upravljanje uspešnejše v primeru individualnega upravljanja premoženja, saj je bila v tem primeru ustvarjena pozitivna in višja donosnost nad donosnostjo referenčnega indeksa glede na vrednost sledilne napake.

5.3.5. Merilo M^2

Merilo M^2 vključuje, podobno kot Sharpeov koeficient, celotno tveganje premoženja in ne zgolj njegov sistematični del, kot to stori Treynorejev koeficient. Rezultat merila M^2 razkriva stopnjo donosa, zaradi česar ga je mogoče interpretirati na enostavnejši način. Njegov rezultat je premo sorazmeren z rezultatom Sharpeovega koeficienta, saj je končni rezultat rangiranja uspešnosti upravljanja po obeh metodah vedno enak.

Merilo M^2 izračunamo na način, da izenačimo volatilnost preučevanega premoženja z volatilnostjo primerljivega premoženja ali tržnega indeksa tako, da ustvarimo hipotetičen portfelj (angl. hypothetical portfolio). Hipotetičen portfelj je sestavljen iz netveganih naložb in premoženja posameznega vzajemnega sklada (portfelja) v takšnem razmerju, da ima hipotetičen portfelj enako volatilnost kot primerljivo premoženje. Njune donosnosti lahko primerjamo šele v točki, ko imata hipotetičen portfelj in primerljivo premoženje izenačeno volatilnost donosnosti. Enačba za izračun merila M^2 je (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 755):

$$M^2 = R_f + \frac{v(b)}{v(p)} * (R_p - R_f) \quad (14)$$

R_f je stopnja donosnosti netvegane naložbe, $v(b)$ predstavlja volatilnost donosnosti primerljivega premoženja, $v(p)$ predstavlja volatilnost donosnosti vzajemnega sklada (portfelja), R_p pa predstavlja stopnjo donosa vzajemnega sklada (portfelja). Merilo M^2 nam pove, da imajo vzajemni skladi (portfelji) z najvišjo vrednostjo kazalca višjo donosnost glede na primerljivo premoženje in obratno. S to metodo je tudi moč oceniti, ali je preučevano premoženje precenjeno ali podcenjeno glede na primerljivo premoženje.

Merilo M^2 za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja izračunamo s pomočjo vhodnih podatkov, ki smo jih uporabili že pri prejšnjih izračunih. Novost je zgolj standardni odklon donosnosti referenčnega premoženja, katerega vrednost znaša 6,20 % (Priloga 2, Priloga 4).

Tabela 28: Merilo M^2 povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Donosnost povprečnega portfelja	36,1442 %
Standardni odklon donosnosti povprečnega portfelja	9,2573 %
Standardni odklon donosnosti primerljivega premoženja	6,1962 %
Donosnost netvegane naložbe	4,3300 %
Merilo M^2	25,6243 %

Vir: Priloga 1; Priloga 2; Informacijski sistem Bloomberg; Lasten izračun.

Iz Tabele 28 lahko razberemo, da znaša merilo M^2 povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja 25,62 %, izračun za povprečen vzajemni sklad pa je prikazan v Tabeli 29. Standardni odklon donosnosti povprečnemu vzajemnemu skladu primerljivega premoženja (referenčnega indeksa) znaša 6,13 %, medtem ko merilo M^2 za povprečen vzajemni sklad znaša 21,50 %. Rezultat nam pove, da je bila v preučevanem obdobju dosežena 25,62 % oziroma 21,50 % donosnost, ki vključuje seštevek netvegane donosnosti ter prilagojene premije za tveganje.

Tabela 29: Izračun merila M^2 za povprečen vzajemni sklad, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Donosnost povprečnega vzajemnega sklada	21,0779 %
Standardni odklon donosnosti povprečnega vzajemnega sklada	5,9836 %
Standardni odklon donosnosti primerljivega premoženja	6,1334 %
Donosnost netvegane naložbe	4,3300 %
Merilo M^2	21,4972 %

Vir: Priloga 3; Priloga 4; Informacijski sistem Bloomberg; Lasten izračun.

Iz Tabele 28 in Tabele 29 je razvidno, da je vrednost merila M^2 v primeru povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja za 4,13 odstotne točke oziroma 19,20 % višja od vrednosti merila pri povprečnem vzajemnem skladu. Iz slednjega lahko sklepamo, da je bilo v preučevanem obdobju upravljanje uspešnejše v primeru individualnega upravljanja premoženja, saj je v tem primeru ustvarjena višja donosnost nad netvegano donosnostjo, ki vključuje premijo za tveganje glede na gibanja referenčnih indeksov.

5.4. Ocena rezultatov

Vhodne finančne kategorije, ki sem jih v praktičnem delu magistrske naloge uporabljal pri izračunavanju različnih kazalnikov uspešnosti upravljanja, temeljijo tako v primeru vzajemnih skladov kot tudi v primeru portfeljev v individualnem upravljanju premoženja, na realnih podatkih. Glede na to, da so preučevane v dovolj dolgem obdobju (štiri leta), lahko sklepamo, da je mogoče iz dobljenih rezultatov s precej veliko verjetnostjo oceniti uspešnost oziroma uspešnost upravljanja obeh storitev. Kot morebitno pomanjkljivost izračunov bi lahko izpostavili zgolj izbiro referenčnih indeksov, saj slednjih ni bilo mogoče določiti povsem natančno za vsak portfelj oziroma vzajemni sklad. Izbrana referenčna indeksa sta tako zgolj čim kvalitetnejši približek naložbenih politik bodisi vzajemnih skladov bodisi portfeljev v individualnem upravljanju premoženja. Slednje bi bil lahko tudi vzrok za rezultat pri izračunu Treynorjevega koeficienta, ki prikazuje, da je upravljanje uspešnejše v primeru povprečnega vzajemnega sklada. Sicer pa lahko iz Tabele 30 razberemo, da je bilo v štirih primerih od petih upravljanje uspešnejše pri povprečnem portfelju v individualnem upravljanju premoženja.

Tabela 30: Različna merila uspešnosti upravljanja za povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja in povprečen vzajemni sklad, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

	Povprečen portfelj v individualnem upravljanju premoženja	Povprečen vzajemni sklad
Sharpeov koeficient	3,4367	2,7990
Koeficient Sortino	4,2190	2,9737
Treynorjev koeficient	0,4114	0,4947
Informacijski koeficient	0,7590	-0,6920
Merilo M2	25,6243 %	21,4972 %

Vir: Tabela 13–29, str. 55–69.

Sharpeov koeficient, koeficient Sortino, Informacijski koeficient ter Merilo M^2 so tako pokazali, da se investitorju bolj splača denar zaupati upravljavcu individualnega premoženja kot pa upravljavcu vzajemnega sklada. Njegov denar bo na ta način upravljan uspešnejše, saj bo glede na tveganje dajal boljši rezultat kot bi ga dajal denar, investiran v povprečen vzajemni sklad. Hkrati pa bo portfelj v individualnem upravljanju premoženja dajal tudi višjo donosnost. Zgolj Treynorjev koeficient je pokazal, da je upravljanje uspešnejše pri povprečnem vzajemnem skladu, zaradi česar zgolj na podlagi tega kazalnika lahko zavrnamo trditev, da je upravljanje uspešnejše v primeru povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja.

6. SKLEP

V magistrski nalogi sem s teoretičnega in praktičnega vidika predstavil storitvi individualnega upravljanja premoženja ter upravljanja vzajemnih skladov. Teoretični del je temeljil na domači in tuji literaturi, viri za praktični del pa so poleg literature temeljili na različnih informacijskih sistemih, internih podatkih ter lastnih izračunih.

Skozi nalogo sem zasledoval namene in cilje magistrske naloge, opredeljene v prvem poglavju. Eden od ciljev je bil predstaviti ključne karakteristike storitev individualnega upravljanja premoženja ter vzajemnih skladov, kar je bilo v magistrski nalogi predstavljeno tako v prvem delu skozi različne definicije kot tudi v drugem delu na konkretnih primerih. Poleg ključnih lastnosti so bile predstavljene tudi razlike med omenjenima storitvama z zakonskega vidika, vidika naložbene politike, stroškov ter davkov. Na podlagi realnih podatkov je bilo hkrati moč v praktičnem delu videti razlike v donosnosti in tveganju pri portfeljih v individualnem upravljanju premoženja ter vzajemnih skladih. Temeljni cilj magistrske naloge je bil prikazati, kateri način upravljanja sredstev je uspešnejši – individualno upravljanje premoženja oziroma upravljanje vzajemnih skladov pri slovenskih ponudnikih storitev. Za doseg slednjega sem izbral pet ključnih kazalnikov uspešnosti upravljanja, ki temeljijo na modelu CAPM in vsak na svoj način, na podlagi podatkov o tveganju in donosnosti, prikazujejo uspešnost upravljavcev. Ti kazalniki so Sharpeov koeficient, koeficient Sortino, Treynorjev koeficient, Informacijski koeficient ter merilo M^2 . Na podlagi realnih podatkov o dnevnih tržnih vrednostih portfeljev v individualnem upravljanju premoženja oziroma dnevnih vrednostih točk vzajemnih skladov sem izračunal donosnost oziroma tveganje obeh obravnavanih storitev, hkrati pa sem poiskal tudi ostale za nadaljnje izračune potrebne podatke, kot so donosnost netvegane naložbe, minimalna še sprejemljiva donosnost, itd.

Na podlagi kazalnikov uspešnosti upravljanja sem dokazal, da je v primerjavi z vzajemnimi skladi upravljanje uspešnejše v primeru storitve individualnega upravljanja premoženja. Pri izračunih se je namreč pokazalo, da so kazalniki uspešnosti upravljanja, ki vključujejo tako tveganje kot tudi donosnost, v štirih primerih od petih za investitorja ugodnejši v primeru povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja. Razloga za to sta dva. Prvi in ključni je gotovo neomejena naložbena politika, ki upravljavcu individualnega premoženja omogoča prosto razpolaganje z denarjem stranke. S tem se lahko v celoti prilagodi razmeram na trgih in učinkoviteje odreagira na pojav dogodkov oziroma novih okoliščin, ki jih sprva ni bilo mogoče predvideti. V primeru pričakovanj recesije ali resnejše gospodarsko-politične krize na katerem od mednarodnih trgov, na primer, ima upravljavec možnost razprodati celoten portfelj ter z denarjem počakati na ugodnejše čase ali morda v vmesnem obdobju denar investirati celo v dolžniške finančne instrumente, česar upravljavec vzajemnega sklada zaradi omejene naložbene politike ne more storiti oziroma lahko to stori v bistveno manjšem obsegu.

Hkrati lahko skozi proces storitve upravljanja z denarjem prosto razpolaga ter ob še vedno zadostni razpršitvi največji delež portfelja investira tja, kjer so pričakovani donosi najvišji. Drugi razlog za uspešnejše upravljanje v primeru povprečnega portfelja v individualnem upravljanju premoženja pa je provizija, ki je v pretežni meri vezana na donos portfelja. Slednje pomeni, da je upravljavec individualnega premoženja bolj motiviran za doseganje donosov od upravljavca vzajemnega sklada, ki obračunava provizijo glede na višino sredstev neodvisno od višine donosa. Hkrati je potrebno poudariti, da upravljavec vzajemnega sklada obračunava upravljavsko provizijo tudi v primeru negativnega donosa, kar v primeru medvedjega trenda na borzah še dodatno slabša rezultat sklada, medtem ko upravljavec individualnega premoženja strank obračunava minimalno upravljavsko provizijo oziroma slednje sploh ne zaračunava.

Iz vsega navedenega bi lahko zmotno sklepali, da bi se vsak investitor, ki se sooča z odločitvijo, kam investirati denar, moral odločiti za vplačilo sredstev v individualno upravljanje premoženja. Vendar pa temu ni tako, saj ima, kot je bilo v magistrski nalogi dokazano, portfelj v individualnem upravljanju premoženja višje tveganje, poleg tega pa je pri odločitvi najpomembnejše najprej identificirati lastne investicijske potrebe, ki so ključen dejavnik pri odločanju za naložbe, šele nato sprejeti odločitev, na kakšen način denar plemeniti. V magistrski nalogi prikazan dokaz o uspešnosti upravljanja obeh vrst storitev je po drugi strani lahko kljub temu zgolj eden od indikatorjev za lažjo investitorjevo odločitev. Vsekakor je potrebno, da se investitorji, ki imajo denar, namenjen investiranju na kapitalske trge, pred končno odločitvijo o vseh možnostih podrobno osvestijo. Banka namreč ni več edina ustanova, ki je primerna za celotno količino privarčevanega denarja. Slednje pomeni, da bodo v bodoče fizične oziroma pravne osebe, ki bodo želele učinkovito nalagati denar, primorane do določene mere spremljati razvoj finančne panoge ter razmere na trgu denarja in kapitala, zaradi česar bo slednje postalo del splošne osveščenosti prebivalstva.

Glede na pričakovan razvoj finančne panoge v Sloveniji se bo število vzajemnih skladov v prihodnje povečevalo. Pri domačih vzajemnih skladih bo sicer prihajalo do združevanja oziroma likvidacije skladov, vendar pa se bo večala ponudba vzajemnih skladov, ki jih bodo v Sloveniji tržili tuji DZU-ji. V kolikor potegnemo povezavo pričakovanega razvoja finančnih storitev v Sloveniji s trenutnim stanjem na razvitih mednarodnih trgih, lahko trdimo, da bo na pomenu pridobivalo tudi individualno upravljanje premoženja. V njegovem okviru ne bo šlo več zgolj za trgovanje z različnimi finančnimi instrumenti, pač pa bo šla storitev v smeri doseganja celostnega upravljanja premoženja stranke, ki bo vključevala tudi davčni, zavarovalniški, nepremičninski, bančni in druge vidike. Slednje bo pomenilo tesnejše sodelovanje bančnih in nebančnih finančnih institucij, ki bodo ponujale nove posamične in strukturirane produkte ter investitorjem ponujale celostno finančno paleto, prilagojeno njihovim željam in finančnem položaju.

LITERATURA

1. Anderson R. David, Sweeney J. Dennis, Williams A. Thomas : Contemporary business statistics with Microsoft Excel. Cincinnati : South-Western, 2001. 744 str.
2. Benz Christine, Di Teresa Peter, Kinnel Russel: Morningstar Guide to Mutual Funds. Hoboken : John Wiley & Sons, 2003. 286 str.
3. Berk Aleš, Košak Marko: Metodologija za rangiranje vzajemnih skladov družb za upravljanje, članic ZDU-GIZ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, Inštitut za denar in finance, 2005. 10 str.
4. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Poslovne finance – vodnik po predmetu. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 291 str.
5. Besley Scott, Brigham Eugene F.: Principles of Finance. 2. izdaja. Singapore : Thomson Learning, Inc., 2003. 705 str.
6. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. 4. izdaja. New York : McGraw-Hill, 1999. 967 str.
7. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. 6. izdaja. Singapore : McGraw-Hill Book Co., 2005. 1090 str.
8. Bogle John C.: Bogle on Mutual Funds. Burr Ridge : Irwin, 1994. 320 str.
9. Brigham Eugene F., Daves Phillip R.: Intermediate financial management. 7. izdaja. Singapore : South-Western/Thomson Learning, 2002. 998 str.
10. Brueggeman William, Fisher Jeffrey: Real Estate Finance and Investments. Boston : Irwin McGraw-Hill, 1997. 760 str.
11. Cuthbertson Keith, Nietzse Dirk: Investments: spot and derivatives markets. Chichester : J. Wiley corp, 2001. 693 str.
12. Das Satyajit: Estimating Volatility. Risk Management and Financial Derivatives. New York : McGraw-Hill, 1998. str. 307-336.
13. Farrell James L., Jr.: Guide to Portfolio Management. St. Paul : McGraw-Hill, Inc., 1983. 353 str.

14. Francis Jack C., Ibbotson Roger: Investments. Upper Saddle River : Prentice Hall, 2002. 800 str.
15. Garner Robert J. et al.: Ernst & Yung's Personal Financial Planning Guide. Toronto : John Wiley & Sons, Inc., 1995. 468 str.
16. Glavina Bojana: Računovodske rešitve v bankah za izvedene finančne instrumente. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 154 str.
17. Green Timothy: Central Banks Gold Reserves: An historical perspective since 1845. WGC Research Study No. 23. London : World Gold Council, 1999. 24 str.
18. Grmek Gregor: S slovenskimi delnicami do velikega zaslužka v Nemčiji. Finance, Ljubljana, 21(2007), 31.1.2007, str. 24.
19. Gupta Francis, Prajogi Robertus, Stuubbs Eric: The Information Ratio and Performance. New York : Institutional Investor, The Journal of Portfolio Management, 1999. str. 33-39.
20. Hull John C.: Options, Futures & Other Derivatives. 4. izdaja. London : Prentice-Hall International, 2000. 698 str.
21. Hubner Georges: The Generalized Treynor Ratio: A Note. Liege : University of Liege, 2003. 14 str.
22. Jesenek Mateja: Vodnik za preračunljivo investiranje. Velenje : Založba Pozoj, 2003. 160 str.
23. Jennings William W., Reichenstein William: The Literature of Private Wealth Management. Charlottesville : The Research Foundation of CFA Institute, 2006. 29 str.
24. Kalan Uroš: Donosnost delnic na Ljubljanski borzi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 51 str.
25. Kodrič Sani: Življenjsko zavarovanje ali neposredno varčevanje v vzajemnih skladih. Delničar, Ljubljana, april 2002, str. 4.
26. Košmelj Blaženka: Statistika 2. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1993. 296 str.
27. Levine Summer N.: Financial Analyst's Handbook. 1. izdaja. Homewood, Illinois : Dow Jones-Irwin, Inc., 1975. 1391 str.

28. Levine Summer N.: Financial Analyst's Handbook. 2. izdaja. Homewood, Illinois : Dow Jones-Irwin, Inc., 1988. 1870 str.
29. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. Maribor : Kapital, 2002. 78 str.
30. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. 2. izdaja. Maribor : Kapital, 2005. 143 str.
31. Luenberger David G.: Investment Science. New York : Oxford University Press, 1998. 494 str.
32. Markowitz Harry M.: Portfolio Selection. Journal of Finance, New York, 7(1952), 1, str. 77-91.
33. Martin John D., Petty William J., Klock David R.: Personal financial management. New York : McGraw-Hill Book Company, 1982. 537 str.
34. McKenzie Dennis J., Betts Richard M.: Essentials of Real Estate Economics. 4. izdaja. Ohio : South-Western Thomson Learning, 2001. 470 str.
35. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
36. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
37. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
38. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
39. Odar Marjan: Kritično obravnavanje zahtevnejših primerov izkazovanja in merjenja finančnih naložb in kapitala. 5 letna konferenca preizkušenih računovodij. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2002. str. 71-88.
40. Peterlin Jožko: Obvladovanje finančnih tveganj. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2005. 398 str.
41. Prohaska Zdenko: Uvod v finančne trge: metode analize in instrumenti. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 143 str.

42. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 205 str.
43. Reilly Frank K.: Investments. 2. izdaja. Tokyo : The Dryden Press/ CBS Publishing Japan, Ltd., 1986. 726 str.
44. Rogelj Roman: Statistika 2. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 267 str.
45. Schweser Study Notes: Ethic and Quantitative Methods. La Crosse : Kaplan, 2007. 302 str.
46. Sharpe William F., Aleksander Gordon J., Bailey Jeffery V.: Investments. Upper Saddle River : Prentice Hall, 1999. 962 str.
47. Solnik Bruno: International Investments. 3rd edition. Reading (Mass.) : Addison-Wesley, 1996. 635 str.
48. Sortino Frank A., Satchell Stephen E.: Managing Downside Risk in Financial Markets: Theory, Practice and Implementation. Oxford : Butterworth-Heinemann, 2002. 267 str.
49. Strong Robert A.: Portfolio Construction, Management and Protection. Mason : Thomson South-Western, 2003. 652 str.
50. Šalamun Andreja: Individualno upravljanje le za premožne in pogumne. Finance, Ljubljana, 69(2006), 10. 4. 2006. str. 31.
51. Štefančič Mateja: Analiza trga nepremičnin v središču Ljubljane. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 39 str.
52. Veselinovič Draško: Opcije in njihovo vrednotenje kot osnova za izvedene finančne oblike. Doktorska disertacija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 257 str.
53. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 125 str.
54. Zorman Gašper: Zniževanje obrestnih mer in prihajajoča davčna reforma. Finančne novice, Ljubljana, 2004, 1, str. 1-6.
55. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: DEJ, 1999. 421 str.

VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP). [URL: <http://www.a-tvp.si/>], 7. 7. 2007.
2. Alliance. [URL: <http://www.allianceinvest.com/>]. 14. 12. 2007.
3. BA-CA Ljubljana ponuja strukturirani depozit. Slovenska tiskovna agencija. [URL: <http://www.sta.si/moneta.php?t=0&s=s&day0=01&month0=03&year0=2007>], 1. 3. 2007.
4. Banka Slovenije. [URL: <http://www.bsi.si>], 6. 4. 2007
5. Bančni monitor 2005. Ljubljana: GfK Gral-Iteo, 2005.
6. Cirman Andreja et al.: Poslovanje z nepremičninami. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 128 str.
7. Council directive on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (USITS) (85/611/EEC).
8. Croome Shauna: Understanding Volatility Measurements.
URL: [<http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/03/072303.asp>] ,16. 8. 2007.
9. Davčni urad RS. [URL: http://www.durs.gov.si/si/davki_predpisi_in_pojasnila/davek_na_dodano_vrednost_pojasnila/arhiv_ddv/obracunavanje_ddv_od_prometa_financnih_storitev], 17. 12. 2002.
10. Direktiva o trgih finančnih instrumentov (direktiva 2004/39/ES).
11. Direktiva o harmonizaciji zahtev za preglednost glede informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranih trgih (Uradni list EU, 2004/109/ES).
12. Direktiva o kapitalskih zahtevah (Uradni list EU, 2006/48/ES).
13. Direktiva o upravljanju s tveganji (Uradni list EU, 2006/49/ES).
14. Ekonomsko ogledalo, Ekonomske analize november 2007, št. 8-9/2007. Statistična priloga. Ljubljana : Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2007. 17 str.

15. Gostiša Jure: Svetovalnica: Sklad Paribas First Selection - najboljša naložba ali nateg? Finance, Ljubljana. [URL: <http://www.finance.si/142719>], 19. 1. 2006.
16. Ilirika d.d. [URL: <http://www.ilirika.si>], 13. 11. 2007.
17. Informacijski sistem Bloomberg.
18. Interno gradivo Ilirika d.d., 5. 11. 2007.
19. Interno gradivo Ilirika DZU, 5. 11. 2007.
20. ING Investment. [URL: <http://www.inginvestment.com>], 14. 12. 2007.
21. Investopedia. [URL: <http://www.investopedia.com/terms/s/sortinoratio.asp>], 22. 9. 2007.
22. Investopedia. [URL: <http://www.investopedia.com/terms/s/sharperatio.asp>], 28. 9. 2007.
23. Jay L Shein: It is more than just performance: Tracking Error and the Information Ratio. Greenwood Village : The Journal of Investment Consulting, 2000. 6 str.
24. Kmetec Zoran: Davek od dohodkov pravnih oseb. Ljubljana : Ministrstvo za javno upravo, 2007. 20 str.
25. Letno poročilo BS. Ljubljana : Banka Slovenije, 2006. 111 str.
26. Letno poročilo 2006. Ljubljana : Ljubljanska borza d.d., 2007. 80 str.
27. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev (LJSE). [URL: <http://www.ljse.si>], 9. 7. 2007
28. Medvešek Pušnik d.d. [URL: <http://www.medvesekpusnik.si>], 2. 12. 2007
29. Morgan Stanley. [URL: <http://www.morganstanley.com/>], 14. 12. 2007
30. Mutual Fund Factbook. Washington DC : Investment Company Institute. 176 str. [URL: http://www.icifactbook.org/pdf/2007_factbook.pdf], 2007.
31. National association of REITs. [URL: <http://www.nareit.com>], 14. 12. 2007

32. Nova Ljubljanska banka d.d. [URL: http://www.nlb.si/images/content/_doc/Depoziti_in_varcevanja_julij07.pdf], 6. 7. 2007
33. Nova Ljubljanska banka d.d. [URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=898>], 5. 12. 2007
34. Nova KBM d.d. [URL: <http://www.nkbm.si/interestrates.aspx?year=2005&productid=4&producttypeid=3>], 6. 7. 2007
35. Novinarsko središče. Ministrstvo za finance Republike Slovenije. [URL: http://www.mf.gov.si/slov/mediji/2006/spor1_23_11_06.htm], 21. 7. 2007
36. Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije. Ljubljana: Državni zbor Republike Slovenije, 34(2007), 326 str.
37. Poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2006. Ljubljana : ATVP, 2007. 55 str.
38. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006. Ljubljana : ATVP, 2007. 45 str.
39. Poteza d.d. [URL: <http://www.poteza.si>], 5. 12. 2007.
40. Pravila Ljubljanske borze (Uradni list RS, št. 85/2005).
41. Pravila poslovanja KDD - Centralne klirinško depotne družbe, d.d., Ljubljana (Uradni list. RS št. 137/2004).
42. Publikum d.d. [URL: <http://www.publikum.si/sl/pwm/>], 5. 11. 2007.
43. Revizija.si. [URL: http://www.si-revizija.si/o_siru/Uradni_list/Porocevalec_DZ_2007.pdf], 3. 07. 2007.
44. Semiannual OTC derivatives statistics at end-June 2007, Table 19. Basel : Bank for International Settlements, june 2007.
45. Statistični urad RS. [URL: <http://www.stat.si/pxweb/Dialog/Saveshow.asp>], 6. 7. 2007
46. Stvarnopravni zakonik (Uradni list RS, št. 87/2002).

47. TNS Financial Services. [URL: <http://www.marketresearchworld.net/index.php?option=content&task=view&id=336&Itemid=>], 29. 3. 2006.
48. Varčevanja. Abanka d.d. [URL: <http://www.abanka.si/priporoki/cene/cene.asp>], 6. 7. 2007.
49. Varčevanja. SKB d.d. [URL: <http://www.skb.si/preb/preb-obr-dep.html>], 6.7.2007
50. Varčevanje. Bank Austria Creditanstalt.
[URL: http://www.ba-ca.si/pdf/preb/Letak_obr_mere_preb.pdf], 6. 7. 2007
51. Vzajemci. [URL: <http://www.vzajemci.com>], 12.6.2007.
52. Zakon o davku na dodano vrednost /ZDDV/ (Uradni list RS, št. 89/98, 17/2000).
53. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb /ZDDPO-2/ (Uradni list RS, št. 117/2006).
54. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/1999, 35/2001, 76/2003).
55. Zakon o dohodnini /Zdoh-1 (Uradni list RS, št. 21/2006).
56. Zakon o dohodnini /Zdoh-2/ (Uradni list RS, št. 117/2006).
57. Zakon o gospodarskih družbah /ZGD/ (Uradni list RS, št. 42/2006).
58. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje /ZISDU/ (Uradni list RS, št. 6/1994).
59. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje /ZISDU-1/ (Uradni list RS, št. 110/2002).
60. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje /ZISDU-1/ - uradno prečiščeno besedilo (Uradni list RS, št. 26/2005).
61. Zakon o izdelkih iz plemenitih kovin /ZiPleK/ (Uradni list RS, št. 4/2006).
62. Zakon o trgu denarja in trgu kapitala (Uradni list SFRJ, št. 64/1989).
63. Zakon o trgu finančnih instrumentov /ZTFI/ (Uradni list RS, št. 67/2007).

64. Zakon o trgu vrednostnih papirjev /ZTVP/ (Uradni list RS, št. 6/1994 in 68/1996).
65. Zakon o trgu vrednostnih papirjev /ZTVP-1/ (Uradni list RS, št. 56/99, 51/06 in 114/2006).
66. Zakon o vrednostnih papirjih /ZVP/ (Uradni list SFRJ, št. 64/1989).
67. Zavarovalniški monitor 2007. Ljubljana: Gfk Gral Iteo, 2007.
68. Wikipedia. [URL: <http://en.wikipedia.org>], 20. 7. 2007
69. World Wealth Report. New York : Capgemini in Merrill Lynch, 2007. 36 str.

SLOVAR TUJIH IZRAZOV IN POJMOV

Tuji izraz

asset allocation
asset management
benchmark
blue chip
capital asset pricing model
dividend yield
endowment insurance
exchange traded fund (ETF)
hypothetical portfolio
investment management
first in first out method
forwards
futures
Multilateral Trading Facilities
options
ordinary whole life insurance
portfolio management
principle based approach
private wealth management
real estate investment trust
retail investors
securities
swaps
systematic risk
tracking error
universal life
wealth management

Slovenska razlaga

alokacija sredstev
upravljanje sredstev
referenčni indeks
najbolj trgovano podjetje
model za določanje cen dolgoročnih naložb
dividendna donosnost
klasično življenjsko zavarovanje za določen čas
sklad, ki kotira na borzi
hipotetičen portfelj
investicijsko upravljanje
metoda zaporednih cen
nestandardizirane terminske pogodbe
standardizirane terminske pogodb
multilateralni trgovalni sistemi
opcije
klasično življenjsko zavarovanje za vse življenje
upravljanje portfeljev
pristop na podlagi načel
upravljanje zasebnega premoženja
nepremičninski sklad
mali vlagatelji
vrednostni papirji
zamenjave
sistematično tveganje
sledilna napaka
univerzalno življenjsko zavarovanje
upravljanje premoženja

KAZALO PRILOG

<i>Priloga 1: Gibanje tržne vrednosti premoženja Investitorja 6 z izračuni, 1. 7. 2003–30. 6. 2007</i>	<i>83</i>
<i>Priloga 2: Gibanje vrednosti referenčnega indeksa portfeljev v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007</i>	<i>4</i>
<i>Priloga 3: Gibanje vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada Abančna Delniški aktivni z izračuni, 1. 7. 2003–30. 6. 2007.....</i>	<i>7</i>
<i>Priloga 4: Gibanje vrednosti referenčnega indeksa vzajemnih skladov, 1. 7. 2003–30. 6. 2007</i>	<i>9</i>
<i>Priloga 5: Primer portfelja v individualnem upravljanju premoženja Investitorja 6 na dan 30. 6. 2007</i>	<i>11</i>
<i>Priloga 6: F-test</i>	<i>12</i>
<i>Priloga 7: t-test.....</i>	<i>12</i>
<i>Priloga 8: F-test tabela</i>	<i>13</i>
<i>Priloga 9: t-test tabela.....</i>	<i>16</i>

Priloga 1: Gibanje tržne vrednosti premoženja Investitorja 6 z izračuni, 1. 7. 2003–30.6.2007

Datum	Tržna vrednost portfelja v EUR	Rast	Negativni odskok	Datum	Tržna vrednost portfelja v EUR	Rast	Negativni odskok	Datum	Tržna vrednost portfelja v EUR	Rast	Negativni odskok	Datum	Tržna vrednost portfelja v EUR	Rast	Negativni odskok
1.7.2003	16.930,27	0,0000%	0,0000%	1.7.2004	24.832,92	0,0000%	0,0000%	1.7.2005	25.423,72	0,0000%	0,0000%	1.7.2006	31.021,21	0,0000%	0,0000%
2.7.2003	17.013,21	0,4899%		2.7.2004	24.850,67	0,0715%		2.7.2005	25.356,58	-0,2641%	0,0008%	2.7.2006	31.243,53	0,7167%	
3.7.2003	17.311,82	1,7552%		3.7.2004	24.850,67	0,0000%	0,0000%	3.7.2005	25.356,58	0,0000%	0,0000%	3.7.2006	31.783,05	-1,7286%	
4.7.2003	17.553,53	1,3962%		4.7.2004	24.850,67	0,0000%	0,0000%	4.7.2005	25.376,20	0,0734%		4.7.2006	31.994,83	0,6683%	
5.7.2003	17.843,86	1,6528%		5.7.2004	24.880,47	0,1193%		5.7.2005	25.391,71	0,0651%		5.7.2006	32.319,42	1,0145%	
6.7.2003	17.848,32	0,0261%		6.7.2004	24.809,84	-0,2839%	0,0009%	6.7.2005	25.574,30	0,7191%		6.7.2006	32.594,05	0,8497%	
7.7.2003	17.885,08	0,2059%		7.7.2004	24.711,04	-0,1564%	0,0003%	7.7.2005	25.680,80	0,4164%		7.7.2006	32.794,73	0,6157%	
8.7.2003	17.957,84	0,4069%		8.7.2004	24.822,69	0,2085%		8.7.2005	25.602,70	-0,3041%	0,0010%	8.7.2006	33.121,05	0,9950%	
9.7.2003	17.966,64	0,1603%		9.7.2004	24.439,07	-1,5455%	0,0243%	9.7.2005	25.602,70	0,0000%	0,0000%	9.7.2006	33.121,05	0,0000%	0,0000%
10.7.2003	17.969,71	-0,0941%	0,0001%	10.7.2004	24.439,07	0,0000%	0,0000%	10.7.2005	25.602,70	0,0000%	0,0000%	10.7.2006	33.049,49	-0,2148%	0,0005%
11.7.2003	17.964,23	0,0808%		11.7.2004	24.439,07	0,0000%	0,0000%	11.7.2005	25.553,40	-0,1925%	0,0004%	11.7.2006	33.086,31	0,1102%	
12.7.2003	17.964,23	0,0000%	0,0000%	12.7.2004	24.440,08	0,0041%	0,0000%	12.7.2005	25.494,64	-0,2299%	0,0006%	12.7.2006	33.133,90	0,1438%	
13.7.2003	17.964,23	0,0000%	0,0000%	13.7.2004	24.546,28	0,4345%		13.7.2005	25.599,95	0,4130%		13.7.2006	33.132,06	-0,0056%	0,0000%
14.7.2003	18.055,61	0,3969%		14.7.2004	24.775,74	0,9348%		14.7.2005	25.628,85	0,1129%		14.7.2006	33.033,68	-0,2969%	0,0010%
15.7.2003	18.075,39	0,1096%		15.7.2004	24.797,50	0,0878%		15.7.2005	25.684,21	0,2160%		15.7.2006	33.042,49	0,0267%	
16.7.2003	18.035,13	-0,2227%	0,0006%	16.7.2004	24.815,54	0,0728%		16.7.2005	25.684,21	0,0000%	0,0000%	16.7.2006	33.042,49	0,0000%	0,0000%
17.7.2003	18.057,13	0,1220%		17.7.2004	24.815,54	0,0000%	0,0000%	17.7.2005	25.684,21	0,0000%	0,0000%	17.7.2006	32.802,44	-0,7265%	0,0055%
18.7.2003	18.116,60	0,3255%		18.7.2004	24.815,54	0,0000%	0,0000%	18.7.2005	25.647,30	-0,1437%	0,0002%	18.7.2006	32.598,94	-0,6204%	0,0040%
19.7.2003	18.116,60	0,0000%	0,0000%	19.7.2004	24.738,25	-0,3115%	0,0011%	19.7.2005	25.723,33	0,2984%		19.7.2006	32.666,13	0,2081%	
20.7.2003	18.116,60	0,0000%	0,0000%	20.7.2004	24.657,26	-0,3274%	0,0012%	20.7.2005	26.064,53	1,3264%		20.7.2006	32.909,08	0,7437%	
21.7.2003	18.044,91	-0,3957%	0,0017%	21.7.2004	24.739,99	0,3355%		21.7.2005	26.180,39	0,4445%		21.7.2006	32.962,77	0,1631%	
22.7.2003	17.962,68	-0,4557%	0,0022%	22.7.2004	24.803,81	0,2579%		22.7.2005	26.173,36	-0,0269%	0,0000%	22.7.2006	32.945,72	-0,0517%	0,0000%
23.7.2003	17.965,46	0,0154%		23.7.2004	24.891,30	0,3527%		23.7.2005	26.173,36	0,0000%	0,0000%	23.7.2006	32.945,72	0,0000%	0,0000%
24.7.2003	17.965,46	0,0000%	0,0000%	24.7.2004	24.891,30	0,0000%	0,0000%	24.7.2005	26.173,36	0,0000%	0,0000%	24.7.2006	33.002,04	0,1709%	
25.7.2003	18.055,70	0,4811%		25.7.2004	24.891,30	0,0000%	0,0000%	25.7.2005	26.158,92	-0,0562%	0,0001%	25.7.2006	33.001,02	0,0031%	0,0000%
26.7.2003	18.005,40	0,0000%	0,0000%	26.7.2004	24.927,44	0,1452%		26.7.2005	26.055,03	-0,0072%	0,0000%	26.7.2006	33.098,06	0,2941%	
27.7.2003	18.005,40	0,0000%	0,0000%	27.7.2004	25.026,42	0,3971%		27.7.2005	26.080,25	0,0968%		27.7.2006	33.259,09	0,4865%	
28.7.2003	17.998,75	-0,0370%	0,0000%	28.7.2004	25.034,95	0,0341%		28.7.2005	26.237,46	0,6028%		28.7.2006	33.303,42	0,1333%	
29.7.2003	18.035,96	0,2067%		29.7.2004	25.130,69	0,3824%		29.7.2005	26.326,59	0,3397%		29.7.2006	33.328,84	0,0763%	
30.7.2003	18.097,43	0,3409%		30.7.2004	25.317,49	0,7433%		30.7.2005	26.326,59	-0,0002%	0,0000%	30.7.2006	33.328,84	0,0000%	0,0000%
31.7.2003	18.195,33	0,5410%		31.7.2004	25.317,49	0,0000%	0,0000%	31.7.2005	26.326,59	0,0000%	0,0000%	31.7.2006	33.517,91	0,5597%	
1.8.2003	18.266,56	0,3915%		1.8.2004	25.317,49	0,0000%	0,0000%	1.8.2005	26.352,37	0,0979%		1.8.2006	33.630,53	0,3360%	
2.8.2003	18.266,56	0,0000%	0,0000%	2.8.2004	25.288,46	-0,0752%	0,0001%	2.8.2005	26.415,38	0,2391%		2.8.2006	33.769,59	0,4135%	
3.8.2003	18.266,56	0,0000%	0,0000%	3.8.2004	25.285,64	-0,0507%	0,0000%	3.8.2005	26.463,41	0,1818%		3.8.2006	33.810,23	0,1203%	
4.8.2003	18.454,28	1,0277%		4.8.2004	25.134,01	-0,5997%	0,0038%	4.8.2005	26.468,40	0,0189%		4.8.2006	33.860,48	0,1486%	
5.8.2003	18.565,75	0,6040%		5.8.2004	24.665,00	-1,8661%	0,0354%	5.8.2005	26.483,43	0,0568%	0,0000%	5.8.2006	33.840,23	-0,0598%	0,0001%
6.8.2003	18.561,20	-0,0784%	0,0001%	6.8.2004	24.645,58	-0,0787%	0,0001%	6.8.2005	26.483,43	0,0000%	0,0000%	6.8.2006	33.840,23	0,0000%	0,0000%
7.8.2003	18.565,40	0,0227%		7.8.2004	24.645,58	0,0000%	0,0000%	7.8.2005	26.483,43	0,0000%	0,0000%	7.8.2006	33.857,78	0,0490%	0,0058%
8.8.2003	18.515,70	-0,2139%	0,0005%	8.8.2004	24.645,58	0,0000%	0,0000%	8.8.2005	26.519,44	0,1360%		8.8.2006	33.827,44	-0,0774%	0,0024%
9.8.2003	18.515,70	0,0000%	0,0000%	9.8.2004	24.666,26	-0,7276%	0,0055%	9.8.2005	26.471,16	-0,1821%	0,0004%	9.8.2006	33.538,51	0,3323%	
10.8.2003	18.515,70	0,0000%	0,0000%	10.8.2004	25.000,87	2,1851%		10.8.2005	26.475,22	0,0154%		10.8.2006	33.621,52	0,2475%	
11.8.2003	18.533,12	0,0940%		11.8.2004	25.053,80	0,2117%		11.8.2005	26.418,90	-0,2127%	0,0005%	11.8.2006	33.735,67	0,3395%	
12.8.2003	18.538,30	0,0280%		12.8.2004	25.058,23	0,0177%		12.8.2005	26.393,07	-0,0978%	0,0001%	12.8.2006	33.767,23	0,0935%	
13.8.2003	18.561,58	0,1256%		13.8.2004	25.058,23	0,0000%	0,0000%	13.8.2005	26.384,55	-0,0332%	0,0000%	13.8.2006	33.767,23	0,0000%	0,0000%
14.8.2003	18.633,90	0,3897%		14.8.2004	25.058,23	0,0000%	0,0000%	14.8.2005	26.384,55	0,0000%	0,0000%	14.8.2006	33.692,52	-0,2212%	0,0006%
15.8.2003	18.633,90	0,0000%	0,0000%	15.8.2004	25.058,23	0,0000%	0,0000%	15.8.2005	26.384,55	0,0000%	0,0000%	15.8.2006	33.780,07	0,2586%	
16.8.2003	18.633,90	0,0000%	0,0000%	16.8.2004	25.124,22	0,2634%		16.8.2005	26.415,67	0,1179%		16.8.2006	34.079,39	0,8861%	
17.8.2003	18.633,90	0,0000%	0,0000%	17.8.2004	25.308,43	0,7332%		17.8.2005	26.317,41	-0,3720%	0,0015%	17.8.2006	34.211,07	0,3864%	
18.8.2003	18.790,95	0,8428%		18.8.2004	25.391,90	0,3298%		18.8.2005	26.252,68	-0,2459%	0,0007%	18.8.2006	34.290,83	0,2332%	
19.8.2003	18.763,88	-0,1440%	0,0003%	19.8.2004	25.316,16	-0,2983%	0,0010%	19.8.2005	26.194,10	-0,2231%	0,0006%	19.8.2006	34.304,69	0,0040%	
20.8.2003	18.551,44	0,4686%		20.8.2004	25.375,13	0,2329%		20.8.2005	26.194,10	0,0000%	0,0000%	20.8.2006	34.304,69	0,0000%	0,0000%
21.8.2003	19.004,56	0,8125%		21.8.2004	25.375,13	0,0000%	0,0000%	21.8.2005	26.194,10	0,0000%	0,0000%	21.8.2006	34.469,43	0,4802%	
22.8.2003	19.108,49	0,5463%		22.8.2004	25.375,13	0,0000%	0,0000%	22.8.2005	26.110,96	-0,3174%	0,0011%	22.8.2006	34.421,77	-0,1383%	0,0002%
23.8.2003	19.108,49	0,0000%	0,0000%	23.8.2004	25.456,99	0,3226%		23.8.2005	26.055,76	-0,2114%	0,0005%	23.8.2006	34.207,78	-0,6217%	0,0040%
24.8.2003	19.108,49	0,0000%	0,0000%	24.8.2004	25.494,52	0,1474%		24.8.2005	26.005,70	-0,1921%	0,0004%	24.8.2006	34.220,57	0,0374%	
25.8.2003	19.014,04	-0,4942%	0,0026%	25.8.2004	25.536,18	0,1634%		25.8.2005	25.879,91	-0,4837%	0,0025%	25.8.2006	34.530,57	0,9059%	
26.8.2003	19.013,08	-0,0051%	0,0000%	26.8.2004	25.597,42	0,2398%		26.8.2005	26.014,66	0,5206%		26.8.2006	34.539,70	0,0264%	
27.8.2003	19.147,82	0,6987%		27.8.2004	25.824,10	0,8246%		27.8.2005	26.014,66	0,0000%	0,0000%	27.8.2006	34.539,70	0,0000%	0,0000%
28.8.2003	19.147,82	0,0000%	0,0000%	28.8.2004	25.824,10	0,0000%	0,0000%	28.8.2005	26.014,66	0,0000%	0,0000%	28.8.2006	34.517,56	-0,0645%	0,0000%
29.8.2003	19.312,50	0,1813%		29.8.2004	25.834,10	0,0040%	0,0000%	29.8.2005	26.002,12	-0,0482%	0,0000%	29.8.2006	34.588,86	0,4058%	
30.8.2003	19.312,50	0,0000%	0,0000%	30.8.2004	25.982,95	0,5762%		30.8.2005	26.042,75	0,1563%		30.8.2006	34.823,13	0,6738%	0,0016%
31.8.2003	19.312,50	0,0000%	0,0000%	31.8.2004	26.197,00	0,8238%		31.8.2005	26.048,34	0,0214%		31.8.2006	34.445,49	-1,0844%	0,0121%
1.9.2003	19.279,90	-0,1688%	0,0003%	1.9.2004	26.240,65	0,1666%		1.9.2005	25.929,17	-0,4575%	0,0022%	1.9.2006	34.756,33	0,9024%	
2.9.2003	19.471,98	0,9953%		2.9.2004	26.246,62	0,0227%		2.9.2005	25.959,03	0,1152%					

Nadaljevanje Priloge 1: Gibanje tržne vrednosti premoženja Investitorja 6 z izračuni, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

1.11.2003	20.669.53	0.0000%	0.0000%	1.11.2004	26.314.80	0.0000%	0.0000%	1.11.2005	26.209.99	0.0000%	0.0000%	1.11.2006	36.864.90	0.0581%	
2.11.2003	20.669.53	0.0000%	0.0000%	2.11.2004	26.351.62	0.1399%		2.11.2005	26.044.88	-0.6299%	0.0042%	2.11.2006	36.879.02	0.0383%	
3.11.2003	20.806.43	0.6623%		3.11.2004	26.356.21	0.0174%		3.11.2005	26.046.99	0.0081%	0.0000%	3.11.2006	36.799.49	-0.3241%	0.0011%
4.11.2003	20.852.28	0.2204%		4.11.2004	26.342.89	-0.0505%	0.0000%	4.11.2005	26.069.88	0.0879%		4.11.2006	36.761.85	0.0064%	0.0000%
5.11.2003	20.852.28	0.0000%	0.0000%	5.11.2004	26.376.63	0.1281%		5.11.2005	26.069.88	0.0000%	0.0000%	5.11.2006	36.761.85	0.0000%	0.0000%
6.11.2003	21.143.08	1.3940%		6.11.2004	26.376.63	0.0000%	0.0000%	6.11.2005	26.069.88	0.0000%	0.0000%	6.11.2006	36.770.37	0.0231%	
7.11.2003	21.190.76	0.2255%		7.11.2004	26.376.63	0.0000%	0.0000%	7.11.2005	26.067.58	-0.0472%	0.0000%	7.11.2006	36.802.63	0.0878%	
8.11.2003	21.190.76	0.0000%	0.0000%	8.11.2004	26.453.27	0.2906%		8.11.2005	26.231.46	0.6673%		8.11.2006	36.766.22	-0.0989%	0.0001%
9.11.2003	21.190.76	0.0000%	0.0000%	9.11.2004	26.593.53	0.5302%		9.11.2005	26.212.75	-0.0713%	0.0001%	9.11.2006	36.723.59	-0.1159%	0.0002%
10.11.2003	21.088.57	-0.4823%	0.0025%	10.11.2004	26.653.62	0.2260%		10.11.2005	26.245.91	0.1265%		10.11.2006	36.751.30	0.0755%	
11.11.2003	21.088.57	-0.0083%	0.0000%	11.11.2004	26.720.51	0.2510%		11.11.2005	26.471.76	0.8605%		11.11.2006	36.732.24	-0.0518%	0.0000%
12.11.2003	21.183.04	0.4592%		12.11.2004	26.835.60	0.4307%		12.11.2005	26.471.76	0.0000%	0.0000%	12.11.2006	36.732.24	0.0000%	0.0000%
13.11.2003	21.397.66	1.0103%		13.11.2004	26.835.60	0.0000%	0.0000%	13.11.2005	26.471.76	0.0000%	0.0000%	13.11.2006	36.660.21	-0.1961%	0.0004%
14.11.2003	21.636.87	1.1179%		14.11.2004	26.835.60	0.0000%	0.0000%	14.11.2005	26.750.20	1.0519%		14.11.2006	36.585.90	-0.2027%	0.0006%
15.11.2003	21.636.87	0.0000%	0.0000%	15.11.2004	26.931.36	0.3568%		15.11.2005	27.277.51	1.9712%		15.11.2006	36.698.46	0.3077%	
16.11.2003	21.636.87	0.0000%	0.0000%	16.11.2004	26.922.32	-0.0336%	0.0000%	16.11.2005	26.905.08	-1.3654%	0.0190%	16.11.2006	36.606.47	-0.2507%	0.0007%
17.11.2003	21.892.80	1.1828%		17.11.2004	26.988.85	0.1728%		17.11.2005	26.911.10	0.0224%		17.11.2006	36.660.27	0.1470%	
18.11.2003	21.744.41	-0.6807%	0.0048%	18.11.2004	26.988.85	0.0000%	0.0000%	18.11.2005	26.850.12	-0.0677%	0.0000%	18.11.2006	36.672.37	0.0330%	
19.11.2003	21.597.28	-0.6759%	0.0048%	19.11.2004	26.965.18	-0.1031%	0.0011%	19.11.2005	26.918.97	0.0000%	0.0000%	19.11.2006	36.627.37	-0.0000%	0.0000%
20.11.2003	21.554.76	-0.1968%	0.0004%	20.11.2004	26.965.18	0.0000%	0.0000%	20.11.2005	26.918.97	0.0000%	0.0000%	20.11.2006	36.943.10	0.7382%	
21.11.2003	21.724.93	0.7895%		21.11.2004	26.965.18	0.0000%	0.0000%	21.11.2005	26.887.90	-0.8584%	0.0076%	21.11.2006	37.118.08	0.4737%	
22.11.2003	21.724.93	0.0000%	0.0000%	22.11.2004	27.060.53	0.3536%		22.11.2005	26.356.18	-1.2430%	0.0158%	22.11.2006	37.306.02	0.5063%	
23.11.2003	21.724.93	0.0000%	0.0000%	23.11.2004	27.170.28	0.4056%		23.11.2005	26.549.76	0.7345%		23.11.2006	37.390.76	0.2271%	
24.11.2003	22.125.41	1.8434%		24.11.2004	27.412.23	0.8903%		24.11.2005	26.693.13	0.5400%		24.11.2006	37.246.70	-0.3853%	0.0016%
25.11.2003	22.193.33	0.3341%		25.11.2004	27.470.06	0.2110%		25.11.2005	26.717.89	0.3444%		25.11.2006	37.245.85	-0.0023%	0.0000%
26.11.2003	22.071.02	-0.5780%	0.0035%	26.11.2004	27.372.90	-0.3537%	0.0014%	26.11.2005	26.850.12	0.0000%	0.0000%	26.11.2006	37.245.85	0.0000%	0.0000%
27.11.2003	22.141.75	0.3205%		27.11.2004	27.372.90	0.0000%	0.0000%	27.11.2005	26.850.12	0.0000%	0.0000%	27.11.2006	37.322.86	0.2067%	
28.11.2003	22.184.98	0.1953%		28.11.2004	27.372.90	0.0000%	0.0000%	28.11.2005	26.829.24	-0.0778%	0.0001%	28.11.2006	37.434.13	0.2981%	
29.11.2003	22.184.98	0.0000%	0.0000%	29.11.2004	27.266.60	-0.3883%	0.0016%	29.11.2005	26.593.05	-0.8770%	0.0079%	29.11.2006	37.646.88	0.5659%	
30.11.2003	22.184.98	0.0000%	0.0000%	30.11.2004	26.955.73	-1.1401%	0.0133%	30.11.2005	26.635.41	0.1559%		30.11.2006	37.714.27	0.1814%	
1.12.2003	22.122.49	0.3681%		1.12.2004	26.765.45	-0.7059%	0.0025%	1.12.2005	26.648.87	0.0677%		1.12.2006	37.931.52	0.5700%	
2.12.2003	22.310.84	0.1983%		2.12.2004	26.712.12	-0.1982%	0.0005%	2.12.2005	26.659.05	0.0382%		2.12.2006	37.918.26	-0.0350%	0.0000%
3.12.2003	22.392.84	0.3676%		3.12.2004	26.880.70	0.6311%		3.12.2005	26.659.05	0.0000%	0.0000%	3.12.2006	37.978.19	0.1581%	
4.12.2003	22.637.27	1.0915%		4.12.2004	26.880.70	0.0000%	0.0000%	4.12.2005	26.659.05	0.0000%	0.0000%	4.12.2006	37.960.38	-0.0469%	0.0000%
5.12.2003	22.272.90	-1.6096%	0.0284%	5.12.2004	26.880.70	0.0000%	0.0000%	5.12.2005	26.650.05	0.0038%	0.0000%	5.12.2006	38.231.97	0.7154%	
6.12.2003	22.272.90	0.0000%	0.0000%	6.12.2004	27.023.53	0.5314%		6.12.2005	26.687.91	0.0295%		6.12.2006	38.418.88	0.4889%	
7.12.2003	22.272.90	0.0000%	0.0000%	7.12.2004	26.984.98	-0.1058%	0.0011%	7.12.2005	26.695.88	0.0677%		7.12.2006	38.694.68	0.7183%	
8.12.2003	22.020.11	-1.1350%	0.0132%	8.12.2004	26.956.73	-0.1417%	0.0002%	8.12.2005	26.717.89	0.3444%		8.12.2006	38.628.92	0.3413%	
9.12.2003	22.887.84	-0.6007%	0.0038%	9.12.2004	26.900.61	-0.2082%	0.0005%	9.12.2005	26.709.71	-0.2546%	0.0007%	9.12.2006	38.823.59	-0.0086%	0.0000%
10.12.2003	21.792.19	-0.4370%	0.0020%	10.12.2004	26.853.97	-0.1734%	0.0004%	10.12.2005	26.698.38	-0.0424%	0.0000%	10.12.2006	38.823.59	0.0000%	0.0000%
11.12.2003	21.792.19	0.0000%	0.0000%	11.12.2004	26.853.97	0.0000%	0.0000%	11.12.2005	26.698.38	0.0000%	0.0000%	11.12.2006	38.794.89	-0.0739%	0.0001%
12.12.2003	21.851.28	0.2712%		12.12.2004	26.853.97	0.0000%	0.0000%	12.12.2005	26.761.90	0.2379%		12.12.2006	38.787.84	-0.0697%	0.0001%
13.12.2003	21.851.28	0.0000%	0.0000%	13.12.2004	26.820.52	-0.1246%	0.0002%	13.12.2005	26.700.18	-0.2306%	0.0006%	13.12.2006	38.731.50	-0.0937%	0.0001%
14.12.2003	21.851.28	0.0000%	0.0000%	14.12.2004	26.820.52	-0.0000%	0.0000%	14.12.2005	26.832.08	-0.3782%	0.0013%	14.12.2006	38.712.06	-0.7153%	0.0004%
15.12.2003	21.681.63	-0.7784%	0.0063%	15.12.2004	26.508.50	-0.4698%	0.0023%	15.12.2005	26.431.20	-0.6595%	0.0045%	15.12.2006	38.859.92	0.2762%	
16.12.2003	21.329.76	-1.6229%	0.0288%	16.12.2004	26.343.34	-0.6230%	0.0041%	16.12.2005	26.318.22	-0.4275%	0.0020%	16.12.2006	38.865.94	0.0155%	
17.12.2003	21.396.03	0.3200%		17.12.2004	26.322.45	-0.0793%	0.0001%	17.12.2005	26.318.25	0.0001%	0.0000%	17.12.2006	38.865.94	0.0000%	0.0000%
18.12.2003	21.383.89	-0.0661%	0.0001%	18.12.2004	26.322.45	0.0000%	0.0000%	18.12.2005	26.318.25	0.0000%	0.0000%	18.12.2006	38.874.09	0.0210%	
19.12.2003	21.455.69	0.3358%		19.12.2004	26.322.45	0.0000%	0.0000%	19.12.2005	26.418.98	0.3827%		19.12.2006	38.801.44	-0.1889%	0.0004%
20.12.2003	21.455.69	0.0000%	0.0000%	20.12.2004	26.322.45	0.0000%	0.0000%	20.12.2005	26.322.45	0.0000%	0.0018%	20.12.2006	38.749.48	-0.1330%	0.0002%
21.12.2003	21.455.69	0.0000%	0.0000%	21.12.2004	26.395.87	0.2789%		21.12.2005	26.229.42	-0.3126%	0.0011%	21.12.2006	38.873.89	0.3211%	
22.12.2003	21.723.30	1.2472%		22.12.2004	26.537.65	0.5371%		22.12.2005	26.252.64	0.0885%		22.12.2006	38.998.48	0.3206%	
23.12.2003	21.840.71	0.5405%		23.12.2004	26.606.64	0.2600%		23.12.2005	26.400.44	0.5630%		23.12.2006	38.992.12	-0.0163%	0.0000%
24.12.2003	21.961.30	0.5521%		24.12.2004	26.568.41	-0.1437%	0.0002%	24.12.2005	26.392.29	-0.0309%	0.0000%	24.12.2006	38.992.12	0.0000%	0.0000%
25.12.2003	21.961.30	0.0000%	0.0000%	25.12.2004	26.568.41	0.0000%	0.0000%	25.12.2005	26.392.29	0.0000%	0.0000%	25.12.2006	38.992.12	0.0000%	0.0000%
26.12.2003	21.961.30	0.0000%	0.0000%	26.12.2004	26.568.41	0.0000%	0.0000%	26.12.2005	26.392.29	0.0000%	0.0000%	26.12.2006	38.992.12	0.0000%	0.0000%
27.12.2003	21.961.30	0.0000%	0.0000%	27.12.2004	26.537.12	-0.1170%	0.0000%	27.12.2005	26.293.68	-0.4115%	0.0016%	27.12.2006	38.912.06	-0.2113%	0.0004%
28.12.2003	21.961.30	0.0000%	0.0000%	28.12.2004	26.469.34	-0.2554%	0.0007%	28.12.2005	26.319.53	0.1364%		28.12.2006	38.764.11	0.1345%	
29.12.2003	21.935.02	-0.1197%	0.0002%	29.12.2004	26.460.01	-0.0352%	0.0000%	29.12.2005	26.426.96	0.4082%		29.12.2006	38.748.56	-0.0401%	0.0000%
30.12.2003	21.914.61	-0.0930%	0.0001%	30.12.2004	26.464.79	0.0181%		30.12.2005	26.547.89	0.4576%		30.12.2006	38.736.62	-0.0306%	0.0000%
31.12.2003	21.914.61	0.0000%	0.0000%	31.12.2004	26.464.79	0.0000%	0.0000%	31.12.2005	26.551.98	0.0154%		31.12.2006	38.700.30	-0.0886%	0.0001%
1.1.2004	21.914.61	0.0000%	0.0000%	1.1.2005	26.464.79	0.0000%	0.0000%	1.1.2006	26.551.98	0.0000%	0.0000%	1.1.2007	38.695.43	-0.0126%	0.0000%
2.1.2004	21.914.61	0.0000%													

Nadaljevanje Priloge 1: Gibanje tržne vrednosti premoženja Investitorja 6 z izračuni, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

5.3.2004	23.785,80	0,1862%		6.3.2005	26.485,77	0,0000%	0,0000%	6.3.2006	26.714,56	-0,4996%	0,0025%	6.3.2007	41.505,49	0,3855%	
6.3.2004	23.785,80	0,0000%	0,0000%	7.3.2005	26.482,42	-0,0127%	0,0000%	7.3.2006	26.613,52	-0,3762%	0,0015%	7.3.2007	42.124,12	1,4905%	
7.3.2004	23.785,80	0,0000%	0,0000%	8.3.2005	26.476,07	-0,0240%	0,0000%	8.3.2006	26.681,16	0,2541%		8.3.2007	42.596,97	0,7902%	
8.3.2004	23.781,85	-0,0166%	0,0000%	9.3.2005	26.450,86	-0,0952%	0,0001%	9.3.2006	26.715,04	0,1270%		9.3.2007	42.849,63	0,5248%	
9.3.2004	23.753,88	-0,1165%	0,0002%	10.3.2005	26.438,93	-0,0451%	0,0000%	10.3.2006	26.823,26	0,4336%	0,0013%	10.3.2007	42.849,63	0,0000%	0,0000%
10.3.2004	23.943,17	0,7977%		11.3.2005	26.293,72	-0,5492%	0,0032%	11.3.2006	26.622,57	-0,0026%	0,0000%	11.3.2007	42.849,63	0,0000%	0,0000%
11.3.2004	24.120,98	0,7426%		12.3.2005	26.293,72	0,0000%	0,0000%	12.3.2006	26.622,57	0,0000%	0,0000%	12.3.2007	42.860,32	0,2583%	
12.3.2004	24.178,72	0,2394%		13.3.2005	26.293,72	0,0000%	0,0000%	13.3.2006	26.585,87	-0,1379%	0,0002%	13.3.2007	42.860,32	-1,3816%	0,0195%
13.3.2004	24.178,72	0,0000%	0,0000%	14.3.2005	26.045,95	-0,9423%	0,0082%	14.3.2006	26.597,11	0,0423%		14.3.2007	41.731,63	-1,4862%	0,0229%
14.3.2004	24.178,72	0,0000%	0,0000%	15.3.2005	25.742,51	-1,1658%	0,0139%	15.3.2006	26.518,77	0,0514%		15.3.2007	42.246,72	1,2326%	
15.3.2004	24.400,56	0,9175%		16.3.2005	25.877,58	0,5255%		16.3.2006	26.650,30	0,1185%		16.3.2007	42.318,26	0,1710%	
16.3.2004	24.419,99	0,0796%		17.3.2005	25.823,51	-0,2089%	0,0005%	17.3.2006	26.652,15	0,1195%		17.3.2007	42.318,26	0,0000%	0,0000%
17.3.2004	24.455,56	0,1456%		18.3.2005	25.663,08	-0,6213%	0,0040%	18.3.2006	26.636,63	-0,1706%	0,0003%	18.3.2007	42.318,26	0,0000%	0,0000%
18.3.2004	24.514,62	0,2415%		19.3.2005	25.663,08	0,0000%	0,0000%	19.3.2006	26.636,63	0,0000%	0,0000%	19.3.2007	42.354,66	0,0860%	
19.3.2004	24.812,82	1,2184%		20.3.2005	25.663,08	0,0000%	0,0000%	20.3.2006	26.717,49	0,3035%		20.3.2007	42.862,78	0,5386%	
20.3.2004	24.812,82	0,0000%	0,0000%	21.3.2005	25.330,84	-1,2946%	0,0171%	21.3.2006	26.626,16	-0,3418%	0,0013%	21.3.2007	42.929,75	0,8148%	
21.3.2004	24.812,82	0,0000%	0,0000%	22.3.2005	25.246,57	-0,3327%	0,0012%	22.3.2006	26.569,90	-0,2113%	0,0005%	22.3.2007	43.043,16	1,1028%	
22.3.2004	25.105,62	1,1800%		23.3.2005	25.140,17	-0,4196%	0,0019%	23.3.2006	26.431,36	-0,5214%	0,0029%	23.3.2007	43.574,53	0,3948%	
23.3.2004	25.169,47	0,2521%	0,0036%	24.3.2005	25.116,22	-0,0970%	0,0011%	24.3.2006	26.394,34	0,1566%		24.3.2007	43.574,53	0,0000%	0,0000%
24.3.2004	25.156,74	0,7304%		25.3.2005	25.208,69	0,3632%		25.3.2006	26.587,78	0,1389%		25.3.2007	43.574,53	0,0000%	0,0000%
25.3.2004	25.546,26	1,5484%		26.3.2005	25.206,69	0,0000%	0,0000%	26.3.2006	26.667,78	0,0000%	0,0000%	26.3.2007	43.921,45	0,7962%	
26.3.2004	26.032,48	1,9033%		27.3.2005	25.206,69	0,0000%	0,0000%	27.3.2006	26.831,67	0,9896%		27.3.2007	44.662,04	1,2308%	
27.3.2004	26.032,48	0,0000%	0,0000%	28.3.2005	25.206,69	0,0000%	0,0000%	28.3.2006	27.010,53	0,2928%		28.3.2007	44.616,55	0,3475%	
28.3.2004	26.032,48	0,0000%	0,0000%	29.3.2005	25.301,00	0,3710%		29.3.2006	26.988,94	0,1552%	0,0022%	29.3.2007	45.052,55	0,9772%	
29.3.2004	26.302,33	1,0369%		30.3.2005	25.483,93	1,7277%		30.3.2006	27.105,46	0,8128%		30.3.2007	45.691,84	0,9721%	
30.3.2004	25.972,51	-1,2540%	0,0161%	31.3.2005	25.630,63	0,5759%		31.3.2006	27.104,09	-0,0050%	0,0000%	31.3.2007	45.491,84	0,0000%	0,0000%
31.3.2004	25.490,76	-1,8549%	0,0349%	1.4.2005	25.688,96	0,2276%		1.4.2006	27.090,04	-0,0519%	0,0000%	1.4.2007	45.491,84	0,0000%	0,0000%
1.4.2004	25.700,29	0,8220%		2.4.2005	25.688,96	0,0000%	0,0000%	2.4.2006	27.090,04	0,0000%	0,0000%	2.4.2007	45.688,04	0,3653%	
2.4.2004	26.059,18	1,5407%		3.4.2005	25.688,96	0,0000%	0,0000%	3.4.2006	27.359,81	0,9967%		3.4.2007	46.796,96	2,4495%	
3.4.2004	26.088,56	0,0000%	0,0000%	4.4.2005	25.955,40	-0,4510%	0,0025%	4.4.2006	27.722,05	1,3240%		4.4.2007	47.391,57	1,2706%	
4.4.2004	26.088,56	0,0000%	0,0000%	5.4.2005	25.561,95	-0,1355%	0,0000%	5.4.2006	27.969,59	0,8929%		5.4.2007	47.599,52	0,4388%	
5.4.2004	26.059,13	-0,1511%	0,0003%	6.4.2005	25.584,85	0,0896%		6.4.2006	28.284,91	1,1273%		6.4.2007	47.599,52	0,0000%	0,0000%
6.4.2004	26.112,61	0,2052%		7.4.2005	25.540,17	-0,1746%	0,0004%	7.4.2006	28.591,82	1,0854%		7.4.2007	47.599,52	0,0000%	0,0000%
7.4.2004	26.271,70	0,6029%		8.4.2005	25.540,17	0,0000%	0,0000%	8.4.2006	28.591,82	0,0000%	0,0000%	8.4.2007	47.599,52	0,0000%	0,0000%
8.4.2004	25.847,04	-1,6134%	0,0265%	9.4.2005	25.540,13	0,0000%	0,0000%	9.4.2006	28.636,30	0,0000%	0,0000%	9.4.2007	47.597,04	-0,0039%	0,0000%
9.4.2004	25.913,82	0,2545%		10.4.2005	25.540,13	0,0000%	0,0000%	10.4.2006	28.685,54	0,1720%		10.4.2007	46.816,39	-1,6414%	0,0274%
10.4.2004	25.913,82	0,0000%	0,0000%	11.4.2005	25.473,82	-0,2635%	0,0008%	11.4.2006	28.361,39	-1,1300%	0,0131%	11.4.2007	46.835,33	0,0405%	
11.4.2004	25.913,82	0,0000%	0,0000%	12.4.2005	25.404,61	-0,2729%	0,0008%	12.4.2006	28.189,81	-0,6050%	0,0038%	12.4.2007	47.146,54	0,6645%	
12.4.2004	25.711,97	-0,6008%	0,0000%	13.4.2005	25.248,62	-0,2191%	0,0000%	13.4.2006	27.979,18	-0,0719%	0,0000%	13.4.2007	47.279,11	0,2812%	
13.4.2004	26.108,05	0,7503%		14.4.2005	25.246,86	-0,4035%	0,0017%	14.4.2006	28.413,42	0,3634%		14.4.2007	47.279,11	0,0000%	0,0000%
14.4.2004	26.214,93	0,4004%		15.4.2005	25.131,52	-0,4561%	0,0022%	15.4.2006	28.415,80	0,0084%	0,0000%	15.4.2007	47.279,11	0,0000%	0,0000%
15.4.2004	26.327,10	0,4279%		16.4.2005	25.131,52	0,0000%	0,0000%	16.4.2006	28.415,80	0,0000%	0,0000%	16.4.2007	47.350,33	0,1506%	
16.4.2004	26.510,18	0,6954%		17.4.2005	25.131,52	0,0000%	0,0000%	17.4.2006	28.415,80	0,0000%	0,0000%	17.4.2007	47.350,33	0,6481%	
17.4.2004	26.510,18	0,0000%	0,0000%	18.4.2005	24.869,18	-1,0433%	0,0012%	18.4.2006	28.564,65	0,5421%		18.4.2007	47.683,15	0,7121%	
18.4.2004	26.510,18	0,0000%	0,0000%	19.4.2005	24.607,29	-1,0527%	0,0114%	19.4.2006	28.540,03	-0,0862%	0,0001%	19.4.2007	47.649,75	-0,4459%	0,0021%
19.4.2004	26.536,51	0,0993%		20.4.2005	24.563,71	-0,1771%	0,0004%	20.4.2006	28.516,74	-0,0816%	0,0001%	20.4.2007	47.596,73	-0,1113%	0,0002%
20.4.2004	26.695,24	0,5982%		21.4.2005	24.512,82	-0,2048%		21.4.2006	28.426,31	-0,3171%	0,0011%	21.4.2007	47.596,73	0,0000%	0,0000%
21.4.2004	26.542,86	0,8276%		22.4.2005	25.042,81	0,9363%		22.4.2006	28.429,07	0,0097%	0,0000%	22.4.2007	47.596,73	0,0000%	0,0000%
22.4.2004	27.164,87	2,3107%	0,0000%	23.4.2005	25.042,81	0,0000%	0,0000%	23.4.2006	28.429,07	0,0000%	0,0000%	23.4.2007	47.596,73	0,0000%	0,0000%
23.4.2004	27.625,60	1,5764%		24.4.2005	25.042,81	0,0000%	0,0000%	24.4.2006	28.762,94	1,1744%		24.4.2007	46.758,72	-2,4999%	0,0632%
24.4.2004	27.625,60	0,0000%	0,0000%	25.4.2005	24.997,54	-0,1807%	0,0004%	25.4.2006	29.337,91	1,9990%		25.4.2007	46.850,50	0,2925%	
25.4.2004	27.625,60	0,0000%	0,0000%	26.4.2005	25.009,38	0,0474%		26.4.2006	29.417,86	0,2725%		26.4.2007	47.304,91	0,8730%	
26.4.2004	27.651,97	0,0955%		27.4.2005	25.009,38	0,0000%	0,0000%	27.4.2006	29.271,98	-0,4959%	0,0026%	27.4.2007	47.304,91	0,1059%	
27.4.2004	27.711,97	0,2090%	0,0002%	28.4.2005	25.017,47	0,0337%		28.4.2006	29.121,61	-0,3552%	0,0000%	28.4.2007	47.355,02	0,1059%	0,0000%
28.4.2004	27.672,97	0,0759%		29.4.2005	25.181,68	0,6562%		29.4.2006	29.358,13	-0,1345%	0,0002%	29.4.2007	47.355,02	0,0000%	0,0000%
29.4.2004	27.781,52	0,3923%		30.4.2005	25.181,68	0,0000%	0,0000%	30.4.2006	29.358,13	0,0000%	0,0000%	30.4.2007	47.469,87	0,2425%	
30.4.2004	27.781,52	0,0000%	0,0000%	1.5.2005	25.041,89	-0,5552%	0,0032%	1.5.2006	29.358,13	0,0000%	0,0000%	1.5.2007	47.469,87	0,0000%	0,0000%
1.5.2004	27.781,52	0,0000%	0,0000%	2.5.2005	25.041,89	0,0000%	0,0000%	2.5.2006	29.441,31	0,2950%		2.5.2007	47.479,20	0,0197%	
2.5.2004	27.781,52	0,0000%	0,0000%	3.5.2005	25.110,52	0,6147%		3.5.2006	29.529,59	0,3000%		3.5.2007	47.592,09	0,2740%	
3.5.2004	27.702,46	-0,2846%	0,0009%	4.5.2005	25.215,80	0,0196%		4.5.2006	30.177,97	1,7863%		4.5.2007	47.612,01	0,0419%	
4.5.2004	27.815,79	0,4091%		5.5.2005	25.130,77	-0,3372%	0,0012%	5.5.2006	30.119,47	-0,1939%	0,0004%	5.5.2007	47.612,01	0,0000%	0,0000%
5.5.2004	27.549,75	-0,9565%	0,0094%	6.5.2005	25.061,09	-0,2773%	0,0009%	6.5.2006	30.092,52	-0,0895%	0,0001%	6.5.2007	47.612,01	0,0000%	0,0000%
6.5.2004	27.131,04	-1,5198%	0,0235%	7.5.2005	25.061,09	0,0000%	0,0000%	7.5.2006	30.092,52	0,0000%	0,0000%	7.5.2007	47.836,78	0,4721%	
7.5.2004	27.171,97	0,1501%	0,0000%	8.5.2005	25.061,09	0,0000%	0,0000%	8.5.2006	30.092,52	0,0000%	0,0000%	8.5.2007			

Priloga 2: Gibanje vrednosti referenčnega indeksa portfeljev v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Datum	Vrednost ref. indeksa	Rast ref. indeksa	Datum	Vrednost ref. indeksa	Rast ref. indeksa	Datum	Vrednost ref. indeksa	Rast ref. indeksa	Datum	Vrednost ref. indeksa	Rast ref. indeksa
1.7.2003	100,0000	0,0000%	1.7.2004	132,1596	0,6427%	1.7.2005	146,8245	0,3991%	1.7.2006	184,3830	-0,0568%
2.7.2003	100,8162	0,8162%	2.7.2004	131,7374	-0,3195%	2.7.2005	146,8245	0,0000%	2.7.2006	184,3830	0,0000%
3.7.2003	100,5966	-0,2178%	3.7.2004	131,7374	0,0000%	3.7.2005	146,8245	0,0000%	3.7.2006	184,3830	0,0000%
4.7.2003	100,7225	0,1251%	4.7.2004	131,7408	0,0000%	4.7.2005	147,1805	0,2459%	4.7.2006	187,4037	1,5363%
5.7.2003	100,7225	0,0000%	5.7.2004	131,8166	0,1676%	5.7.2005	147,1308	0,0372%	5.7.2006	186,5508	-0,4551%
6.7.2003	100,7225	0,0000%	6.7.2004	130,9162	-0,4565%	6.7.2005	147,5748	0,3018%	6.7.2006	188,0081	0,7812%
7.7.2003	101,7372	1,0075%	7.7.2004	130,7823	-0,1022%	7.7.2005	147,4206	-0,1045%	7.7.2006	188,0136	0,0029%
8.7.2003	102,0223	0,2802%	8.7.2004	130,5868	-0,1495%	8.7.2005	147,9045	0,3282%	8.7.2006	188,0136	0,0000%
9.7.2003	101,8005	-0,2174%	9.7.2004	130,9096	0,2472%	9.7.2005	147,9045	0,0000%	9.7.2006	188,0136	0,0000%
10.7.2003	101,0685	-0,7190%	10.7.2004	130,9096	0,0000%	10.7.2005	147,9045	0,0000%	10.7.2006	188,1539	0,0746%
11.7.2003	101,3299	0,2586%	11.7.2004	130,9096	0,0000%	11.7.2005	147,9728	0,0462%	11.7.2006	187,6139	-0,2870%
12.7.2003	101,3299	0,0000%	12.7.2004	131,2464	0,2573%	12.7.2005	147,7869	-0,1267%	12.7.2006	187,6991	0,0449%
13.7.2003	101,3299	0,0000%	13.7.2004	132,2835	0,7902%	13.7.2005	148,1779	0,2646%	13.7.2006	186,0605	-0,8724%
14.7.2003	102,2146	0,8731%	14.7.2004	132,4698	0,1408%	14.7.2005	148,1647	-0,0089%	14.7.2006	184,9720	-0,5851%
15.7.2003	102,2292	0,0143%	15.7.2004	132,3383	-0,0993%	15.7.2005	148,5572	0,2649%	15.7.2006	184,9720	0,0000%
16.7.2003	101,7115	-0,5064%	16.7.2004	131,7523	-0,4428%	16.7.2005	148,5572	0,0000%	16.7.2006	184,9720	0,0000%
17.7.2003	101,0097	-0,6899%	17.7.2004	131,7523	0,0000%	17.7.2005	148,5572	0,0000%	17.7.2006	184,1151	-0,4632%
18.7.2003	101,6811	0,6660%	18.7.2004	131,7523	0,0000%	18.7.2005	148,1396	-0,2811%	18.7.2006	183,6406	-0,2577%
19.7.2003	101,6811	0,0000%	19.7.2004	131,8480	0,0720%	19.7.2005	148,6344	0,3344%	19.7.2006	184,5558	0,4983%
20.7.2003	101,6811	0,0000%	20.7.2004	131,4583	-0,2956%	20.7.2005	150,0575	0,9570%	20.7.2006	185,7722	0,6591%
21.7.2003	99,8501	-1,8007%	21.7.2004	131,7095	0,1911%	21.7.2005	150,5813	0,3490%	21.7.2006	185,9463	0,0937%
22.7.2003	100,0379	0,1881%	22.7.2004	131,1511	-0,4240%	22.7.2005	150,6804	0,0658%	22.7.2006	185,9463	0,0000%
23.7.2003	99,8482	-0,1896%	23.7.2004	131,6683	0,3944%	23.7.2005	150,6804	0,0000%	23.7.2006	185,9463	0,0000%
24.7.2003	100,4354	0,5881%	24.7.2004	131,6683	0,0000%	24.7.2005	150,6804	0,0000%	24.7.2006	187,4359	0,8011%
25.7.2003	100,8310	0,3939%	25.7.2004	131,6683	0,0000%	25.7.2005	150,4757	-0,1358%	25.7.2006	187,6240	0,1004%
26.7.2003	100,8310	0,0000%	26.7.2004	132,1259	0,3426%	26.7.2005	150,3044	-0,1098%	26.7.2006	188,0529	0,0492%
27.7.2003	100,8310	0,0000%	27.7.2004	132,1259	0,7245%	27.7.2005	150,8078	0,2014%	27.7.2006	189,1041	0,5590%
28.7.2003	101,1399	0,3063%	28.7.2004	131,6529	-0,3580%	28.7.2005	151,7725	0,6398%	28.7.2006	190,0475	0,4989%
29.7.2003	101,0253	-0,1133%	29.7.2004	132,4333	0,5927%	29.7.2005	152,2365	0,3057%	29.7.2006	190,0475	0,0000%
30.7.2003	101,0646	0,0389%	30.7.2004	133,4377	0,7585%	30.7.2005	152,2365	0,0000%	30.7.2006	190,0475	0,0000%
31.7.2003	101,8546	0,7817%	31.7.2004	133,4377	0,0000%	31.7.2005	152,2365	0,0000%	31.7.2006	190,6181	0,3002%
1.8.2003	101,7533	-0,0995%	1.8.2004	133,4377	0,0000%	1.8.2005	152,2679	0,0206%	1.8.2006	190,1827	-0,2284%
2.8.2003	101,7533	0,0000%	2.8.2004	133,4377	0,0000%	2.8.2005	152,2679	0,0000%	2.8.2006	191,2601	0,5680%
3.8.2003	101,7533	0,0000%	3.8.2004	133,7595	0,3385%	3.8.2005	152,9651	0,2823%	3.8.2006	191,2601	-0,0015%
4.8.2003	101,9935	0,2361%	4.8.2004	133,5207	-0,1785%	4.8.2005	153,2172	0,1648%	4.8.2006	192,7177	0,7621%
5.8.2003	102,2290	0,2309%	5.8.2004	132,9384	-0,4361%	5.8.2005	153,1185	-0,0644%	5.8.2006	192,7177	0,0000%
6.8.2003	102,0553	-0,1699%	6.8.2004	132,1277	-0,6099%	6.8.2005	153,1185	0,0000%	6.8.2006	192,7177	0,0000%
7.8.2003	102,2746	0,2149%	7.8.2004	132,1277	0,0000%	7.8.2005	153,1185	0,0000%	7.8.2006	192,1565	-0,2912%
8.8.2003	102,4302	0,1521%	8.8.2004	132,1277	0,0000%	8.8.2005	153,4202	0,1970%	8.8.2006	192,1290	-0,0143%
9.8.2003	102,4302	0,0000%	9.8.2004	131,4409	-0,5108%	9.8.2005	153,4202	0,0000%	9.8.2006	192,7411	0,3186%
10.8.2003	102,4302	0,0000%	10.8.2004	131,7391	0,2270%	10.8.2005	154,3693	0,3108%	10.8.2006	192,4733	-0,1390%
11.8.2003	102,6483	0,2130%	11.8.2004	132,0926	0,2683%	11.8.2005	154,0150	-0,2295%	11.8.2006	192,5661	0,0482%
12.8.2003	102,9319	0,2762%	12.8.2004	132,0707	-0,0166%	12.8.2005	153,6921	-0,2097%	12.8.2006	192,5661	0,0000%
13.8.2003	103,5633	0,6135%	13.8.2004	132,1998	0,0977%	13.8.2005	153,6921	0,0000%	13.8.2006	192,5661	0,0000%
14.8.2003	104,0651	0,4845%	14.8.2004	132,1998	0,0000%	14.8.2005	153,6921	0,0000%	14.8.2006	192,8825	0,1643%
15.8.2003	104,2420	0,1700%	15.8.2004	132,1998	0,0000%	15.8.2005	153,8057	0,0739%	15.8.2006	193,3400	0,2372%
16.8.2003	104,2420	0,0000%	16.8.2004	132,6312	0,3188%	16.8.2005	153,9415	0,0883%	16.8.2006	194,3317	0,5129%
17.8.2003	104,2420	0,0000%	17.8.2004	132,6312	0,0000%	17.8.2005	154,3693	0,2737%	17.8.2006	195,0529	0,3686%
18.8.2003	104,9136	0,6442%	18.8.2004	133,5688	0,7171%	18.8.2005	153,1325	-0,2890%	18.8.2006	195,1784	-0,0622%
19.8.2003	105,0877	0,1659%	19.8.2004	133,7989	0,1723%	19.8.2005	153,2820	0,0976%	19.8.2006	195,1784	0,0000%
20.8.2003	105,2954	0,1977%	20.8.2004	133,9837	0,1381%	20.8.2005	153,2820	0,0000%	20.8.2006	195,1784	0,0000%
21.8.2003	106,5573	1,1984%	21.8.2004	133,9837	0,0000%	21.8.2005	153,2820	0,0000%	21.8.2006	195,4689	0,1489%
22.8.2003	107,2547	0,6545%	22.8.2004	133,9837	0,0000%	22.8.2005	153,3534	0,0466%	22.8.2006	196,1667	0,3570%
23.8.2003	107,2547	0,0000%	23.8.2004	134,3963	0,3083%	23.8.2005	153,0535	-0,1953%	23.8.2006	195,4861	-0,3468%
24.8.2003	107,2547	0,0000%	24.8.2004	134,7223	0,2420%	24.8.2005	153,0535	0,0000%	24.8.2006	195,4343	-0,0278%
25.8.2003	106,7505	-0,4701%	25.8.2004	135,0142	0,2166%	25.8.2005	153,1673	-0,0309%	25.8.2006	197,0816	0,8440%
26.8.2003	106,5720	-0,1673%	26.8.2004	135,4657	0,3344%	26.8.2005	153,3238	0,1021%	26.8.2006	197,0816	0,0000%
27.8.2003	107,0936	0,4894%	27.8.2004	135,9524	0,3593%	27.8.2005	153,3238	0,0000%	27.8.2006	197,0816	0,0000%
28.8.2003	107,7403	0,6039%	28.8.2004	135,9524	0,0000%	28.8.2005	153,3238	0,0000%	28.8.2006	197,3849	0,1539%
29.8.2003	108,0454	0,2832%	29.8.2004	135,9524	0,0000%	29.8.2005	153,5719	0,1618%	29.8.2006	198,2410	0,4337%
30.8.2003	108,0454	0,0000%	30.8.2004	136,2038	0,1849%	30.8.2005	154,0307	0,2968%	30.8.2006	198,0141	-0,1144%
31.8.2003	108,0454	0,0000%	31.8.2004	136,2038	0,0000%	31.8.2005	154,6511	0,4264%	31.8.2006	197,2204	-0,4002%
1.9.2003	108,4980	0,4189%	1.9.2004	137,0471	0,2886%	1.9.2005	154,5392	0,0912%	1.9.2006	198,1204	0,4564%
2.9.2003	109,3751	0,8085%	2.9.2004	137,2062	0,1161%	2.9.2005	154,7635	0,1451%	2.9.2006	198,1204	0,0000%
3.9.2003	110,3372	0,8796%	3.9.2004	137,5176	0,2270%	3.9.2005	154,7635	0,0000%	3.9.2006	198,1204	0,0000%
4.9.2003	109,9651	-0,3373%	4.9.2004	137,5176	0,0000%	4.9.2005	154,7635	0,0000%	4.9.2006	198,6517	0,2682%
5.9.2003	109,8535	-0,1014%	5.9.2004	137,5176	0,0000%	5.9.2005	154,8912	0,0825%	5.9.2006	199,5451	0,4497%
6.9.2003	109,8535	0,0000%	6.9.2004	138,1145	0,4340%	6.9.2005	155,0405	0,0963%	6.9.2006	199,0115	-0,2674%
7.9.2003	109,8535	0,0000%	7.9.2004	138,1145	0,0000%	7.9.2005	155,3731	0,2129%	7.9.2006	198,5529	-0,2304%
8.9.2003	110,4512	0,5441%	8.9.2004	139,1551	0,5651%	8.9.2005	155,2980	-0,0068%	8.9.2006	199,6113	0,5331%
9.9.2003	110,4588	0,0068%	9.9.2004	139,2831	0,0920%	9.9.2005	156,0921	0,5114%	9.9.2006	199,6113	0,0000%
10.9.2003	110,3086	-0,1360%	10.9.2004	139,5823	0,2148%	10.9.2005	156,0921	0,0000%	10.9.2006	199,6113	0,0000%
11.9.2003	110,1287	-0,1630%	11.9.2004	139,5823	0,0000%	11.9.2005	156,0921	0,0000%	11.9.2006	198,5893	-0,5120%
12.9.2003	110,4119	0,2571%	12.9.2004	139,5823	0,0000%	12.9.2005	156,5276	0,2790%	12.9.2006	199,5048	0,4610%
13.9.2003	110,4119	0,0000%	13.9.2004	139,2067	-0,2691%	13.9.2005	156,2161	-0,1990%	13.9.2006	199,9287	0,2124%
14.9.2003	110,4119	0,0000%	14.9.2004	140,4046	0,8628%	14.9.2005	156,4046	0,1228%	14.9.2006	200,9104	0,4911%
15.9.2003	110,4645	0,0477%	15.9.2004	139,7820	0,2707%	15.9.2005	156,8388	0,2363%	15.9.2006	200,7152	-0,0972%
16.9.2003	111,0749	0,5526%	16.9.2004	140,5582	0,5553%	16.9.2005	157,7546	0,5839%	16.9.2006	200,7152	0,0000%

Nadaljevanje Priloge 2: Gibanje vrednosti referenčnega indeksa portfeljev v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

1.11.2003	114.2801	0.0000%	1.11.2004	142.9403	0.1557%	1.11.2005	156.7598	0.0576%	1.11.2006	210.7045	0.2723%
2.11.2003	114.2801	0.0000%	2.11.2004	143.0949	0.1081%	2.11.2005	157.2562	0.3167%	2.11.2006	209.8329	-0.4137%
3.11.2003	115.8294	1.3557%	3.11.2004	143.2445	0.1045%	3.11.2005	157.7557	0.3177%	3.11.2006	209.5522	-0.1338%
4.11.2003	116.1856	0.3077%	4.11.2004	143.4389	0.1357%	4.11.2005	157.8221	0.0421%	4.11.2006	209.5522	0.0000%
5.11.2003	116.5791	0.3385%	5.11.2004	143.8373	0.2777%	5.11.2005	157.8221	0.0000%	5.11.2006	209.5522	0.0000%
6.11.2003	116.9552	0.3226%	6.11.2004	143.8373	0.0000%	6.11.2005	157.8221	0.0000%	6.11.2006	209.5108	-0.0199%
7.11.2003	117.5037	0.4689%	7.11.2004	143.8373	0.0000%	7.11.2005	158.0054	0.1161%	7.11.2006	209.8878	0.1799%
8.11.2003	117.5037	0.0000%	8.11.2004	144.0274	0.1322%	8.11.2005	157.8749	-0.0826%	8.11.2006	209.4231	-0.2214%
9.11.2003	117.5037	0.0000%	9.11.2004	144.7258	0.4849%	9.11.2005	157.9361	0.0387%	9.11.2006	209.3341	-0.0425%
10.11.2003	117.3112	-0.1638%	10.11.2004	145.0053	0.1931%	10.11.2005	157.8064	-0.0821%	10.11.2006	209.2160	-0.0564%
11.11.2003	116.8456	-0.3969%	11.11.2004	145.3369	0.2289%	11.11.2005	158.4772	0.4251%	11.11.2006	209.2160	0.0000%
12.11.2003	117.4522	0.5192%	12.11.2004	145.9663	0.4330%	12.11.2005	158.4772	0.0000%	12.11.2006	209.2160	0.0000%
13.11.2003	118.3942	0.8020%	13.11.2004	145.9663	0.0000%	13.11.2005	158.4772	0.0000%	13.11.2006	208.8224	-0.1881%
14.11.2003	119.3717	0.8256%	14.11.2004	145.9663	0.0000%	14.11.2005	159.4026	0.5839%	14.11.2006	208.7241	-0.0471%
15.11.2003	119.3717	0.0000%	15.11.2004	146.2958	0.2258%	15.11.2005	160.6750	0.7355%	15.11.2006	209.5747	0.4076%
16.11.2003	119.3717	0.0000%	16.11.2004	146.3719	0.0520%	16.11.2005	159.9212	-0.4072%	16.11.2006	209.7182	0.0646%
17.11.2003	119.7045	0.2768%	17.11.2004	147.0678	0.4754%	17.11.2005	160.3080	0.2419%	17.11.2006	210.1001	0.1860%
18.11.2003	118.7912	-0.7630%	18.11.2004	147.1345	0.0454%	18.11.2005	160.6196	0.1944%	18.11.2006	210.1001	0.0000%
19.11.2003	117.6627	-0.9500%	19.11.2004	146.5371	-0.4060%	19.11.2005	160.6196	0.0000%	19.11.2006	210.1001	0.0000%
20.11.2003	117.2820	-0.3235%	20.11.2004	146.5371	0.0000%	20.11.2005	160.6196	0.0000%	20.11.2006	211.2118	0.5291%
21.11.2003	118.0025	0.6143%	21.11.2004	146.5371	0.0000%	21.11.2005	160.6774	0.0360%	21.11.2006	212.5576	0.6372%
22.11.2003	118.0025	0.0000%	22.11.2004	147.0965	0.3817%	22.11.2005	159.8888	-0.4908%	22.11.2006	213.3042	0.3512%
23.11.2003	118.0025	0.0000%	23.11.2004	146.9913	-0.0715%	23.11.2005	161.0584	0.5362%	23.11.2006	213.5824	0.1304%
24.11.2003	119.1583	0.9795%	24.11.2004	147.7167	0.4935%	24.11.2005	161.0584	0.0000%	24.11.2006	212.5206	-0.4971%
25.11.2003	119.5405	0.3207%	25.11.2004	147.7576	0.0277%	25.11.2005	161.7196	0.4105%	25.11.2006	212.5206	0.0000%
26.11.2003	119.6429	0.0857%	26.11.2004	147.5221	-0.1594%	26.11.2005	161.7196	0.0000%	26.11.2006	212.5206	0.0000%
27.11.2003	119.8228	0.1504%	27.11.2004	147.5221	0.0000%	27.11.2005	161.7196	0.0000%	27.11.2006	211.6076	-0.4296%
28.11.2003	119.7542	-0.0573%	28.11.2004	147.5221	0.0000%	28.11.2005	161.5741	-0.0900%	28.11.2006	211.6911	0.0395%
29.11.2003	119.7542	0.0000%	29.11.2004	147.9235	0.2721%	29.11.2005	161.3100	-0.1634%	29.11.2006	213.3329	1.0589%
30.11.2003	119.7542	0.0000%	30.11.2004	146.7090	-0.8208%	30.11.2005	161.3100	0.0250%	30.11.2006	214.8437	0.4258%
1.12.2003	120.5383	0.6548%	1.12.2004	146.2491	-0.3137%	1.12.2005	161.9051	0.3438%	1.12.2006	215.6797	0.3891%
2.12.2003	120.7091	0.1417%	2.12.2004	146.6477	0.2726%	2.12.2005	162.1087	0.1257%	2.12.2006	215.6797	0.0000%
3.12.2003	121.4823	0.6406%	3.12.2004	146.7161	0.0466%	3.12.2005	162.1087	0.0000%	3.12.2006	215.6797	0.0000%
4.12.2003	122.1918	0.5841%	4.12.2004	146.7161	0.0000%	4.12.2005	162.1087	0.0000%	4.12.2006	215.6605	-0.0089%
5.12.2003	121.9515	-0.1967%	5.12.2004	146.7161	0.0000%	5.12.2005	161.7373	-0.2291%	5.12.2006	217.1307	0.6817%
6.12.2003	121.9515	0.0000%	6.12.2004	146.5707	-0.0991%	6.12.2005	162.1732	0.0222%	6.12.2006	219.7805	1.2387%
7.12.2003	121.9515	0.0000%	7.12.2004	147.0122	0.3012%	7.12.2005	161.5935	-0.1111%	7.12.2006	218.6861	0.6189%
8.12.2003	121.1896	-0.6247%	8.12.2004	146.3552	-0.4469%	8.12.2005	161.6652	0.0444%	8.12.2006	219.3472	0.3023%
9.12.2003	120.9854	-0.1686%	9.12.2004	145.6452	-0.4851%	9.12.2005	161.5083	-0.0971%	9.12.2006	219.3472	0.0000%
10.12.2003	120.5700	-0.3433%	10.12.2004	145.8437	0.1363%	10.12.2005	161.5083	0.0000%	10.12.2006	219.3472	0.0000%
11.12.2003	121.3590	0.6544%	11.12.2004	145.8437	0.0000%	11.12.2005	161.5083	0.0000%	11.12.2006	219.6335	0.1305%
12.12.2003	121.0313	-0.2687%	12.12.2004	145.8437	0.0000%	12.12.2005	162.1217	0.3876%	12.12.2006	219.7805	0.0646%
13.12.2003	121.0313	0.0000%	13.12.2004	146.4112	0.3891%	13.12.2005	162.1217	-0.0528%	13.12.2006	220.2853	0.2297%
14.12.2003	121.0313	0.0000%	14.12.2004	146.8813	0.3211%	14.12.2005	162.1571	0.0150%	14.12.2006	221.0699	0.3562%
15.12.2003	120.7391	-0.2414%	15.12.2004	146.7301	-0.1029%	15.12.2005	161.9447	-0.1310%	15.12.2006	222.6663	0.7221%
16.12.2003	119.3100	-1.1837%	16.12.2004	146.7199	-0.0070%	16.12.2005	162.2293	0.1757%	16.12.2006	222.6663	0.0000%
17.12.2003	119.3649	0.0460%	17.12.2004	146.3636	-0.2428%	17.12.2005	162.2293	0.0000%	17.12.2006	222.6663	0.0000%
18.12.2003	119.7748	0.3434%	18.12.2004	146.3636	0.0000%	18.12.2005	162.2293	0.0000%	18.12.2006	223.4170	0.3341%
19.12.2003	120.3231	0.4578%	19.12.2004	146.3636	0.0000%	19.12.2005	162.1329	-0.4056%	19.12.2006	221.6165	-0.8059%
20.12.2003	120.3231	0.0000%	20.12.2004	146.6144	0.1713%	20.12.2005	161.7354	0.1016%	20.12.2006	222.3320	0.3229%
21.12.2003	120.3231	0.0000%	21.12.2004	147.7896	0.8016%	21.12.2005	162.0192	0.1755%	21.12.2006	222.6412	0.1391%
22.12.2003	120.8260	0.4180%	22.12.2004	148.2202	0.2913%	22.12.2005	162.0238	0.0028%	22.12.2006	221.6152	-0.4608%
23.12.2003	121.3456	0.4300%	23.12.2004	148.3687	0.1002%	23.12.2005	161.9694	-0.0336%	23.12.2006	221.6152	0.0000%
24.12.2003	121.7089	0.2994%	24.12.2004	148.2895	-0.0534%	24.12.2005	161.9694	0.0000%	24.12.2006	221.6152	0.0000%
25.12.2003	121.6878	-0.0173%	25.12.2004	148.2895	0.0000%	25.12.2005	161.9694	0.0000%	25.12.2006	221.5196	-0.0431%
26.12.2003	121.7497	0.0508%	26.12.2004	148.2895	0.0000%	26.12.2005	161.9975	0.0174%	26.12.2006	221.6353	0.0522%
27.12.2003	121.7497	0.0000%	27.12.2004	148.4177	0.0865%	27.12.2005	162.2859	0.1780%	27.12.2006	222.1155	0.2166%
28.12.2003	121.7497	0.0000%	28.12.2004	148.2372	-0.1216%	28.12.2005	162.1047	-0.1116%	28.12.2006	222.3577	0.1091%
29.12.2003	122.0859	0.2762%	29.12.2004	148.0823	-0.1044%	29.12.2005	162.9172	0.5012%	29.12.2006	222.4178	0.0270%
30.12.2003	122.0859	0.0000%	30.12.2004	148.6028	0.3515%	30.12.2005	162.7520	-0.1014%	30.12.2006	222.4178	0.0000%
31.12.2003	122.0859	0.0000%	31.12.2004	148.7377	0.0908%	31.12.2005	162.7520	0.0000%	31.12.2006	222.4178	0.0000%
1.1.2004	122.2504	0.0013%	1.1.2005	148.7377	0.0000%	1.1.2006	162.7520	0.0000%	1.1.2007	222.4178	0.0000%
2.1.2004	122.3919	0.1158%	2.1.2005	148.7377	0.0000%	2.1.2006	162.9475	0.1201%	2.1.2007	222.9337	0.2319%
3.1.2004	122.3919	0.0000%	3.1.2005	148.8147	0.0517%	3.1.2006	162.9781	0.0188%	3.1.2007	225.8713	1.3177%
4.1.2004	122.3919	0.0000%	4.1.2005	149.2174	0.2706%	4.1.2006	163.8145	0.5132%	4.1.2007	227.3867	0.6709%
5.1.2004	123.2298	0.6846%	5.1.2005	149.2798	0.0418%	5.1.2006	163.5816	-0.1421%	5.1.2007	227.7455	0.1578%
6.1.2004	123.3523	0.0099%	6.1.2005	149.3079	0.0189%	6.1.2006	163.8412	0.1548%	6.1.2007	227.7455	0.0000%
7.1.2004	124.1745	0.6565%	7.1.2005	149.9215	0.4110%	7.1.2006	163.6412	0.0000%	7.1.2007	227.7455	0.0000%
8.1.2004	125.0137	0.6758%	8.1.2005	149.9215	0.0000%	8.1.2006	163.6412	0.0000%	8.1.2007	228.9375	0.5234%
9.1.2004	124.9746	-0.0313%	9.1.2005	149.9215	0.0000%	9.1.2006	163.9873	0.2114%	9.1.2007	227.9443	-0.4338%
10.1.2004	124.9746	0.0000%	10.1.2005	149.7706	-0.1007%	10.1.2006	163.9145	-0.0444%	10.1.2007	227.7602	-0.0808%
11.1.2004	124.9746	0.0000%	11.1.2005	149.9764	0.1374%	11.1.2006	164.3146	0.2441%	11.1.2007	228.4993	0.3245%
12.1.2004	125.9295	0.6841%	12.1.2005	150.5634	0.3914%	12.1.2006	165.2646	0.5782%	12.1.2007	229.5786	0.4724%
13.1.2004	126.2075	0.2161%	13.1.2005	150.2979	-0.1765%	13.1.2006	165.2979	0.0205%	13.1.2007	229.5786	0.0000%
14.1.2004	126.3668	0.1262%	14.1.2005	150.5779	0.1865%	14.1.2006	165.0637	-0.0000%	14.1.2007	229.5786	0.0000%
15.1.2004	126.2251	-0.1121%	15.1.2005	150.5779	0.0000%	15.1.2006	165.0637	0.0000%	15.1.2007	231.4867	0.8311%
16.1.2004	126.7745	0.4353%	16.1.2005	150.5779	0.0000%	16.1.2006	165.6850	0.3764%	16.1.2007	232.2501	0.3298%
17.1.2004	126.7745										

Nadaljevanje Priloge 2: Gibanje vrednosti referenčnega indeksa portfeljev v individualnem upravljanju premoženja, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

5.3.2004	129,2821	0,2944%	6.3.2005	158,9320	0,0000%	6.3.2006	167,8441	-0,2025%	6.3.2007	234,6444	0,4240%
6.3.2004	129,2821	0,0000%	7.3.2005	159,1064	0,1097%	7.3.2006	166,9256	-0,5472%	7.3.2007	237,1068	1,0494%
7.3.2004	129,2821	0,0000%	8.3.2005	158,7061	-0,2516%	8.3.2006	166,8212	-0,0625%	8.3.2007	239,6190	1,0595%
8.3.2004	129,3357	0,0415%	9.4.2005	158,3867	0,0201%	9.4.2006	166,9923	0,0102%	9.4.2007	241,5151	0,7813%
9.3.2004	128,7666	-0,4400%	10.3.2005	157,9950	-0,2268%	10.3.2006	166,7709	-0,0404%	10.3.2007	241,5151	0,0000%
10.3.2004	128,4753	-0,2262%	11.3.2005	157,5066	-0,3091%	11.3.2006	166,7709	0,0000%	11.3.2007	241,5151	0,0000%
11.3.2004	127,8581	-0,4804%	12.3.2005	157,5066	0,0000%	12.3.2006	166,7709	0,0000%	12.3.2007	241,8934	0,1567%
12.3.2004	127,8343	-0,0186%	13.3.2005	157,5066	0,0000%	13.3.2006	167,3549	0,3502%	13.3.2007	240,0831	-0,7484%
13.3.2004	127,8343	0,0000%	14.3.2005	156,2365	-0,8064%	14.3.2006	166,6229	-0,4377%	14.3.2007	236,6710	-1,4212%
14.3.2004	127,8343	0,0000%	15.3.2005	155,5844	-0,4174%	15.3.2006	167,2835	0,3967%	15.3.2007	239,5946	1,2353%
15.3.2004	127,7800	-0,0424%	16.3.2005	154,4946	-0,7005%	16.3.2006	167,8816	0,3576%	16.3.2007	239,6613	0,0278%
16.3.2004	128,1060	0,2551%	17.3.2005	154,3087	-0,1203%	17.3.2006	169,0985	0,7248%	17.3.2007	239,6613	0,0000%
17.3.2004	129,0815	0,7615%	18.3.2005	154,3356	0,0173%	18.3.2006	169,0985	0,0000%	18.3.2007	239,6613	0,0000%
18.3.2004	129,4057	0,0588%	19.3.2005	154,3356	0,0000%	19.3.2006	168,9885	-0,0060%	19.3.2007	241,2259	0,6533%
19.3.2004	129,4016	0,3069%	20.3.2005	154,3356	0,0000%	20.3.2006	168,7102	-0,2296%	20.3.2007	242,5288	0,5397%
20.3.2004	129,4016	0,0000%	21.3.2005	152,3919	-1,3233%	21.3.2006	168,8346	0,0737%	21.3.2007	243,5521	0,4219%
21.3.2004	129,4016	0,0000%	22.3.2005	152,0478	-0,2258%	22.3.2006	169,5558	0,4272%	22.3.2007	246,6595	1,2759%
22.3.2004	129,0900	-0,2407%	23.3.2005	151,3303	-0,4719%	23.3.2006	169,0793	-0,2811%	23.3.2007	248,5202	0,7543%
23.3.2004	128,5681	-0,4043%	24.3.2005	151,1888	-0,3889%	24.3.2006	168,8510	-0,1350%	24.3.2007	248,5202	0,0000%
24.3.2004	129,0453	0,3712%	25.3.2005	152,2977	0,7494%	25.3.2006	168,8510	0,0000%	25.3.2007	248,5202	0,0000%
25.3.2004	130,6199	1,2201%	26.3.2005	152,2977	0,0000%	26.3.2006	168,8510	0,0000%	26.3.2007	249,9340	0,5689%
26.3.2004	132,1072	1,1387%	27.3.2005	152,2977	0,0000%	27.3.2006	169,3727	0,3090%	27.3.2007	250,5515	0,2471%
27.3.2004	132,1072	0,0000%	28.3.2005	152,2977	0,0000%	28.3.2006	169,3727	0,0000%	28.3.2007	251,2551	0,2808%
28.3.2004	132,1072	0,0000%	29.3.2005	151,6852	-0,3915%	29.3.2006	168,7588	-0,0498%	29.3.2007	254,2375	1,1870%
29.3.2004	132,9232	0,6177%	30.3.2005	152,1198	0,2998%	30.3.2006	169,6742	0,5424%	30.3.2007	255,9410	0,6700%
30.3.2004	132,8725	-0,0381%	31.3.2005	152,9260	0,5300%	31.3.2006	170,1032	0,2528%	31.3.2007	255,9410	0,0000%
31.3.2004	131,8657	-0,7578%	1.4.2005	152,9260	-0,0524%	1.4.2006	170,1032	0,0000%	1.4.2007	255,9410	0,0000%
1.4.2004	132,1166	0,3420%	2.4.2005	152,8459	0,0000%	2.4.2006	170,1032	0,0000%	2.4.2007	256,3568	0,1613%
2.4.2004	133,6544	1,0111%	3.4.2005	152,8459	0,0000%	3.4.2006	171,7202	0,9506%	3.4.2007	260,0258	1,4312%
3.4.2004	133,6544	0,0000%	4.4.2005	152,1795	-0,4360%	4.4.2006	172,5075	0,4585%	4.4.2007	264,0268	1,5387%
4.4.2004	133,6544	0,0000%	5.4.2005	152,9221	0,2712%	5.4.2006	174,2908	1,0338%	5.4.2007	265,4576	0,5419%
5.4.2004	134,0319	0,2825%	6.4.2005	153,0077	0,2719%	6.4.2006	175,7616	0,8439%	6.4.2007	265,4576	0,0000%
6.4.2004	134,0670	0,0259%	7.4.2005	152,8459	0,0000%	7.4.2006	175,7616	0,0000%	7.4.2007	265,4576	0,0000%
7.4.2004	134,3750	0,2297%	8.4.2005	152,9650	0,1149%	8.4.2006	177,7569	0,0000%	8.4.2007	265,4576	0,0000%
8.4.2004	134,6118	0,1762%	9.4.2005	152,9650	0,0000%	9.4.2006	177,7569	0,0000%	9.4.2007	265,7360	0,0954%
9.4.2004	134,6871	0,0559%	10.4.2005	152,9650	0,0000%	10.4.2006	178,1621	0,2280%	10.4.2007	265,4456	-0,1093%
10.4.2004	134,6871	0,0000%	11.4.2005	152,9654	-0,3920%	11.4.2006	178,4483	-0,9619%	11.4.2007	265,1474	-0,1123%
11.4.2004	134,6871	0,0000%	12.4.2005	151,9389	-0,6399%	12.4.2006	178,4483	0,0000%	12.4.2007	266,1388	0,3733%
12.4.2004	134,8694	0,1354%	13.4.2005	151,9751	0,0740%	13.4.2006	178,6640	0,4114%	13.4.2007	268,2021	0,7753%
13.4.2004	136,1878	0,9776%	14.4.2005	151,1496	-0,5432%	14.4.2006	178,6640	0,0000%	14.4.2007	268,2021	0,0000%
14.4.2004	135,4908	-0,5118%	15.4.2005	149,8867	-0,8356%	15.4.2006	178,6640	0,0000%	15.4.2007	268,2021	0,0000%
15.4.2004	135,4940	0,0024%	16.4.2005	149,8867	0,0000%	16.4.2006	178,6640	0,0000%	16.4.2007	270,1221	0,7159%
16.4.2004	135,4940	0,0000%	17.4.2005	149,8867	0,0000%	17.4.2006	178,6640	0,0000%	17.4.2007	271,9322	0,6701%
17.4.2004	135,9544	0,0000%	18.4.2005	147,9283	-1,3066%	18.4.2006	177,7924	-0,4521%	18.4.2007	271,9322	0,0000%
18.4.2004	135,9544	0,0000%	19.4.2005	147,7334	-0,1317%	19.4.2006	177,7321	-0,0339%	19.4.2007	270,2839	-0,6221%
19.4.2004	135,9544	-0,2266%	20.4.2005	147,2757	-0,3098%	20.4.2006	178,6676	0,6389%	20.4.2007	271,7589	0,5457%
20.4.2004	135,9469	-0,2216%	21.4.2005	148,1782	0,6128%	21.4.2006	179,4759	0,4600%	21.4.2007	271,7589	0,0000%
21.4.2004	136,2078	0,1915%	22.4.2005	148,4446	0,1789%	22.4.2006	180,3939	0,5115%	22.4.2007	273,4900	0,6370%
22.4.2004	136,2078	0,7796%	23.4.2005	148,4446	0,0000%	23.4.2006	180,3939	0,0000%	23.4.2007	274,5495	0,3874%
23.4.2004	136,8040	0,4377%	24.4.2005	148,4446	0,0000%	24.4.2006	180,3939	0,0000%	24.4.2007	277,4936	1,0724%
24.4.2004	136,8040	0,0000%	25.4.2005	148,9218	0,3215%	25.4.2006	182,3479	1,0832%	25.4.2007	277,4936	0,0000%
25.4.2004	136,8040	0,0000%	26.4.2005	148,9317	0,0469%	26.4.2006	182,3479	0,0000%	26.4.2007	279,6865	0,8588%
26.4.2004	137,4769	0,4916%	27.4.2005	148,9317	0,0000%	27.4.2006	182,3479	0,0000%	27.4.2007	279,6865	0,0000%
27.4.2004	136,9746	-0,3651%	28.4.2005	148,1363	-0,2780%	28.4.2006	182,5856	0,1366%	28.4.2007	279,6865	0,0000%
28.4.2004	136,4575	-0,3776%	29.4.2005	148,8144	0,4578%	29.4.2006	182,5856	0,0000%	29.4.2007	279,6865	0,0000%
29.4.2004	136,6512	-0,5909%	30.4.2005	148,8144	0,0000%	30.4.2006	182,5856	0,0000%	30.4.2007	279,6865	0,0000%
30.4.2004	134,9362	-0,0000%	1.5.2005	148,8144	0,0000%	1.5.2006	182,6338	0,0264%	1.5.2007	279,6865	0,0000%
1.5.2004	134,9362	0,0000%	2.5.2005	148,8144	0,0000%	2.5.2006	182,6338	0,0000%	2.5.2007	280,4937	0,2959%
2.5.2004	134,9362	0,0000%	3.5.2005	148,7458	-0,0899%	3.5.2006	183,9099	0,3261%	3.5.2007	281,6207	0,4018%
3.5.2004	135,4644	0,3914%	4.5.2005	149,0066	0,1753%	4.5.2006	186,6227	1,4751%	4.5.2007	282,9951	0,4881%
4.5.2004	136,1265	0,4888%	5.5.2005	148,7476	-0,1738%	5.5.2006	187,3319	0,3800%	5.5.2007	282,9951	0,0000%
5.5.2004	135,8673	-0,1744%	6.5.2005	148,7476	-0,0000%	6.5.2006	187,3319	0,0000%	6.5.2007	282,9951	0,0000%
6.5.2004	134,5062	-1,0702%	7.5.2005	148,7405	0,0000%	7.5.2006	187,3319	0,0000%	7.5.2007	285,6088	0,9233%
7.5.2004	133,3319	-0,8730%	8.5.2005	148,7405	0,0000%	8.5.2006	187,4835	0,0809%	8.5.2007	285,1544	-0,1591%
8.5.2004	133,3319	0,0000%	9.5.2005	148,5773	-0,1097%	9.5.2006	189,4970	1,0740%	9.5.2007	284,9170	-0,0833%
9.5.2004	133,3319	0,0000%	10.5.2005	147,5465	-0,6938%	10.5.2006	189,3117	-0,0978%	10.5.2007	284,2258	-0,2426%
10.5.2004	130,8485	-1,8626%	11.5.2005	147,3345	-0,1437%	11.5.2006	188,7682	-0,2871%	11.5.2007	285,2632	0,3650%
11.5.2004	129,0608	-0,9489%	12.5.2005	147,1028	-0,1517%	12.5.2006	188,7682	0,0000%	12.5.2007	285,2632	0,0000%
12.5.2004	129,7543	0,1138%	13.5.2005	146,7784	-0,2205%	13.5.2006	187,1793	-0,0000%	13.5.2007	285,2632	0,0000%
13.5.2004	129,9204	0,1280%	14.5.2005	146,7784	0,0000%	14.5.2006	187,1793	0,0000%	14.5.2007	287,4199	0,7561%
14.5.2004	130,0919	0,1320%	15.5.2005	146,7784	0,0000%	15.5.2006	184,2474	-1,5664%	15.5.2007	288,0976	0,2358%
15.5.2004	130,0919	0,0000%	16.5.2005	146,7784	-0,0478%	16.5.2006	184,2474	0,0000%	16.5.2007	289,6590	0,5430%
16.5.2004	130,0919	0,0000%	17.5.2005	146,7784	0,0000%	17.5.2006	182,0206	-0,1260%	17.5.2007	291,7354	0,7341%
17.5.2004	129,1365	-0,7344%	18.5.2005	146,4621	-0,0179%	18.5.2006	180,9178	-0,6683%	18.5.2007	296,0890	1,4749%
18.5.2004	128,6992	-0,3386%	19.5.2005	146,2797	-0,1228%	19.5.2006	180,7453	-0,0954%	19.5.2007	296,0890	0,0000%
19.5.2004	129,8010	0,8561%	20.5.2005	148,3406	0,0410%	20.5.2006	180,7453	0,0000%	20.5.2007	296,0890	0,0000%
20.5.2004	129,8010	0,0000%	21.5.2005	148,3406	0,0000%	21.5.2006	180,7453	0,0000%	21.5.2007	297,4751	0,4681%
21.5.2004	130,0936	0,1128%	22.5.2005	148,3406	0,0000%	22.5.2006	181,7584	0,5618%	22.5.2007	293,9117	-1,1975%
22.5.2004	1										

**Priloga 3: Gibanje vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada Abančna Delniški
aktivni z izračuni, 1. 7. 2003–30. 6. 2007**

Datum	Vrednost točke	Rast	Negativni odkoni
1.7.2003	3,14	0,0000%	0,0000%
3.7.2003	3,14	0,0186%	
4.7.2003	3,15	0,1075%	
6.7.2003	3,15	0,0782%	
8.7.2003	3,15	-0,0636%	0,0001%
9.7.2003	3,16	0,3752%	
10.7.2003	3,16	-0,0198%	0,0000%
11.7.2003	3,16	-0,0674%	0,0001%
14.7.2003	3,17	0,2591%	
15.7.2003	3,17	0,0738%	
16.7.2003	3,16	-0,2266%	0,0006%
17.7.2003	3,17	0,2509%	
18.7.2003	3,17	0,2081%	
21.7.2003	3,16	-0,3483%	0,0013%
22.7.2003	3,17	0,1636%	
23.7.2003	3,17	0,0435%	
24.7.2003	3,17	0,0356%	
25.7.2003	3,17	-0,0618%	0,0001%
28.7.2003	3,17	-0,0250%	0,0000%
29.7.2003	3,17	0,0843%	
30.7.2003	3,18	0,1566%	
31.7.2003	3,19	0,5702%	
1.8.2003	3,21	0,6219%	
4.8.2003	3,23	0,5854%	
5.8.2003	3,23	0,1694%	
6.8.2003	3,23	0,0284%	
7.8.2003	3,23	-0,0374%	0,0000%
8.8.2003	3,24	0,0952%	
11.8.2003	3,24	0,0774%	
12.8.2003	3,24	-0,0683%	0,0001%
13.8.2003	3,25	0,3121%	
14.8.2003	3,25	0,1659%	
18.8.2003	3,26	-0,0618%	
19.8.2003	3,25	-0,1051%	0,0001%
20.8.2003	3,27	0,3694%	
21.8.2003	3,29	0,8512%	
22.8.2003	3,31	0,6336%	
25.8.2003	3,31	-0,0240%	0,0000%
26.8.2003	3,32	0,2545%	
27.8.2003	3,35	0,8472%	
28.8.2003	3,37	0,5609%	
29.8.2003	3,37	0,1958%	
1.9.2003	3,37	0,0952%	0,0000%
2.9.2003	3,40	0,8964%	
3.9.2003	3,43	0,1028%	
4.9.2003	3,41	-0,5010%	0,0027%
5.9.2003	3,44	0,7259%	
8.9.2003	3,45	0,2919%	
9.9.2003	3,46	0,1391%	
10.9.2003	3,46	0,1944%	
11.9.2003	3,45	-0,2664%	0,0008%
12.9.2003	3,46	0,2320%	
15.9.2003	3,46	0,0689%	
16.9.2003	3,47	0,0689%	
17.9.2003	3,48	0,4393%	
18.9.2003	3,48	-0,0192%	0,0000%
19.9.2003	3,49	0,1462%	
22.9.2003	3,49	0,1843%	
23.9.2003	3,51	0,4611%	
24.9.2003	3,53	0,6053%	
25.9.2003	3,53	-0,0733%	0,0001%
26.9.2003	3,52	-0,1017%	0,0001%
29.9.2003	3,52	-0,0379%	0,0000%
30.9.2003	3,54	0,4059%	
1.10.2003	3,52	-0,5899%	0,0037%
2.10.2003	3,48	-1,0146%	0,0106%
3.10.2003	3,51	0,7013%	
6.10.2003	3,52	0,3262%	
7.10.2003	3,51	0,3852%	
8.10.2003	3,54	0,3061%	
9.10.2003	3,53	-0,1862%	0,0004%
10.10.2003	3,53	-0,1747%	0,0004%
13.10.2003	3,53	-0,0603%	0,0001%
14.10.2003	3,51	-0,4911%	0,0026%
15.10.2003	3,51	0,0190%	
16.10.2003	3,50	-0,2616%	0,0008%
17.10.2003	3,49	-0,2694%	0,0008%
20.10.2003	3,51	0,6706%	
21.10.2003	3,51	0,0332%	
22.10.2003	3,51	-0,0285%	0,0000%
23.10.2003	3,52	0,1033%	
24.10.2003	3,54	0,5586%	
27.10.2003	3,54	-0,0436%	0,0000%
28.10.2003	3,54	-0,0919%	
29.10.2003	3,56	0,5001%	
30.10.2003	3,56	0,2312%	
3.11.2003	3,57	0,2459%	
4.11.2003	3,58	0,3002%	
5.11.2003	3,61	0,1000%	
6.11.2003	3,62	0,4792%	
7.11.2003	3,64	0,3686%	
10.11.2003	3,63	-0,1354%	0,0002%
11.11.2003	3,63	0,0540%	
12.11.2003	3,65	0,3837%	
13.11.2003	3,68	0,8811%	
14.11.2003	3,71	0,9347%	
15.11.2003	3,74	0,8305%	
18.11.2003	3,72	-0,5417%	0,0031%
19.11.2003	3,71	-0,4581%	0,0022%
20.11.2003	3,70	-0,1272%	0,0002%
21.11.2003	3,72	0,4971%	
24.11.2003	3,75	0,7781%	
25.11.2003	3,76	0,3116%	
26.11.2003	3,75	-0,2130%	0,0005%
27.11.2003	3,76	0,0678%	
28.11.2003	3,75	-0,0411%	0,0000%
1.12.2003	3,76	0,2890%	
2.12.2003	3,76	-0,0089%	0,0000%
3.12.2003	3,78	0,3713%	
4.12.2003	3,82	1,0514%	
5.12.2003	3,82	0,0634%	
8.12.2003	3,79	-0,7623%	0,0060%
9.12.2003	3,78	-0,3302%	0,0012%
10.12.2003	3,78	-0,0919%	0,0001%
11.12.2003	3,80	0,5814%	
12.12.2003	3,79	-0,2286%	0,0006%
15.12.2003	3,76	-0,7445%	0,0058%
16.12.2003	3,73	-0,7756%	0,0062%
17.12.2003	3,74	0,2708%	
18.12.2003	3,72	-0,1090%	0,0001%
19.12.2003	3,74	0,1809%	
22.12.2003	3,75	0,1672%	
23.12.2003	3,77	0,4272%	
24.12.2003	3,78	0,4686%	
25.12.2003	3,78	0,0000%	0,0000%
26.12.2003	3,78	0,0000%	0,0000%
29.12.2003	3,78	0,0033%	0,0000%
30.12.2003	3,78	-0,1511%	0,0003%
31.12.2003	3,78	0,0221%	

Datum	Vrednost točke	Rast	Negativni odkoni
1.7.2004	4,26	0,0000%	0,0000%
2.7.2004	4,27	0,3009%	
5.7.2004	4,28	0,1476%	
6.7.2004	4,27	-0,1844%	0,0004%
7.7.2004	4,26	-0,3049%	0,0010%
8.7.2004	4,26	0,0745%	
9.7.2004	4,27	0,2410%	
12.7.2004	4,28	0,1759%	
13.7.2004	4,29	0,3844%	
14.7.2004	4,31	0,3528%	
15.7.2004	4,32	0,2160%	
16.7.2004	4,31	-0,2667%	0,0008%
19.7.2004	4,31	-0,2132%	0,0005%
20.7.2004	4,29	-0,2767%	0,0008%
21.7.2004	4,30	0,3233%	
22.7.2004	4,31	0,2203%	
23.7.2004	4,32	0,1666%	
26.7.2004	4,31	-0,1034%	0,0001%
27.7.2004	4,33	0,4500%	
28.7.2004	4,33	0,0790%	
29.7.2004	4,34	0,1993%	
30.7.2004	4,36	0,4958%	
2.8.2004	4,37	0,0774%	0,0001%
3.8.2004	4,37	0,0871%	
4.8.2004	4,36	-0,1606%	0,0003%
5.8.2004	4,35	-0,2087%	0,0005%
6.8.2004	4,35	-0,0902%	0,0001%
8.8.2004	4,36	0,1785%	0,0066%
10.8.2004	4,31	0,0794%	
11.8.2004	4,33	0,3579%	
12.8.2004	4,33	0,0578%	
13.8.2004	4,33	-0,0347%	0,0000%
16.8.2004	4,31	0,1715%	
17.8.2004	4,36	0,5907%	
18.8.2004	4,37	0,1262%	
21.8.2004	4,37	0,0172%	
20.8.2004	4,37	0,0592%	
23.8.2004	4,38	0,2376%	
24.8.2004	4,38	0,0002%	0,0000%
25.8.2004	4,39	0,2304%	
26.8.2004	4,40	0,1710%	
27.8.2004	4,41	0,2399%	
30.8.2004	4,42	0,1419%	
31.8.2004	4,45	0,7548%	
1.9.2004	4,44	-0,2063%	0,0005%
2.9.2004	4,44	0,0583%	
3.9.2004	4,46	0,3071%	
6.9.2004	4,46	0,1404%	
7.9.2004	4,47	0,2393%	
8.9.2004	4,49	0,3311%	
9.9.2004	4,50	0,2324%	
10.9.2004	4,48	-0,5063%	0,0027%
13.9.2004	4,48	0,1240%	
14.9.2004	4,51	0,6638%	
15.9.2004	4,53	0,3903%	
16.9.2004	4,54	0,3224%	
17.9.2004	4,56	0,3701%	
20.9.2004	4,56	-0,1171%	0,0002%
21.9.2004	4,56	0,1596%	
22.9.2004	4,56	-0,1061%	0,0001%
23.9.2004	4,55	-0,2316%	0,0006%
24.9.2004	4,52	-0,5533%	0,0032%
27.9.2004	4,49	-0,7631%	0,0060%
28.9.2004	4,47	-0,3406%	0,0013%
29.9.2004	4,49	0,5048%	
30.9.2004	4,52	0,4826%	
1.10.2004	4,52	0,0018%	0,0000%
4.10.2004	4,53	0,2023%	
5.10.2004	4,52	-0,0561%	0,0001%
6.10.2004	4,49	-0,7021%	0,0051%
7.10.2004	4,50	0,2379%	
8.10.2004	4,51	0,1168%	
11.10.2004	4,51	-0,0241%	0,0000%
12.10.2004	4,51	0,0926%	
13.10.2004	4,50	-0,1212%	0,0002%
14.10.2004	4,49	-0,4002%	0,0017%
15.10.2004	4,48	-0,0781%	0,0001%
18.10.2004	4,46	-0,4300%	0,0020%
19.10.2004	4,46	0,3264%	
20.10.2004	4,48	0,0326%	
21.10.2004	4,47	-0,0494%	0,0000%
22.10.2004	4,49	0,2965%	
25.10.2004	4,51	0,3738%	
26.10.2004	4,50	-0,1708%	0,0004%
27.10.2004	4,50	0,1401%	
28.10.2004	4,52	0,2910%	
29.10.2004	4,53	0,1987%	
2.11.2004	4,53	0,0747%	
3.11.2004	4,53	0,0065%	0,0000%
4.11.2004	4,53	0,0682%	
5.11.2004	4,53	0,0350%	
8.11.2004	4,55	0,3397%	
9.11.2004	4,56	0,2688%	
10.11.2004	4,57	0,2699%	
11.11.2004	4,58	0,2446%	
12.11.2004	4,60	0,3632%	
15.11.2004	4,62	0,3637%	
16.11.2004	4,60	-0,4844%	0,0025%
17.11.2004	4,59	-0,0554%	0,0000%
18.11.2004	4,60	0,1218%	
19.11.2004	4,60	0,1452%	
22.11.2004	4,60	-0,0852%	0,0001%
23.11.2004	4,60	-0,0036%	0,0000%
24.11.2004	4,60	0,0381%	
25.11.2004	4,60	0,0184%	
26.11.2004	4,59	-0,2729%	0,0008%
29.11.2004	4,58	-0,2927%	0,0009%
30.11.2004	4,55	-0,4969%	0,0026%
1.12.2004	4,53	-0,5012%	0,0027%
2.12.2004	4,54	0,0737%	
3.12.2004	4,55	0,3984%	
6.12.2004	4,57	0,3483%	
7.12.2004	4,57	-0,0237%	0,0000%
8.12.2004	4,56	-0,0247%	0,0000%
9.12.2004	4,56	-0,0676%	0,0001%
10.12.2004	4,57	0,0439%	
13.12.2004	4,57	0,0000%	0,0000%
14.12.2004	4,56	-0,0594%	0,0001%
15.12.2004	4,55	-0,3676%	0,0015%
16.12.2004	4,53	-0,2735%	0,0008%
17.12.2004	4,54	0,1141%	
20.12.2004	4,54	0,0340%	
21.12.2004	4,55	0,1130%	
22.12.2004	4,56	0,3204%	
23.12.2004	4,57	0,2050%	
24.12.2004	4,56	-0,1306%	0,0002%
27.12.2004	4,58	0,4499%	
28.12.2004	4,58	-0,1001%	0,0001%
29.12.2004	4,58	-0,0601%	0,0001%

Datum	Vrednost točke	Rast	Negativni odkoni
1.7.2005	4,37	0,0000%	0,0000%
4.7.2005	4,38	0,0782%	
5.7.2005	4,38	0,0162%	
6.7.2005	4,40	0,3889%	
7.7.2005	4,41	0,2763%	

Nadaljevanje Priloge 3: Gibanje vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada

Abančna Delniški aktivni z izračuni, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

1.1.2004	3,78	0,0000%	0,0000%	30.12.2004	4,58	-0,0310%	0,0000%	5.1.2006	4,64	0,3331%		9.1.2007	5,93	-0,1684%	0,0003%
2.1.2004	3,78	0,0000%	0,0000%	31.12.2004	4,58	0,0109%	0,0000%	6.1.2006	4,62	-0,3554%	0,0014%	10.1.2007	5,98	0,8432%	
5.1.2004	3,76	-0,4527%		1.1.2005	4,58	0,0629%		9.1.2006	4,62	0,0244%		11.1.2007	5,95	-0,5017%	0,0027%
6.1.2004	3,77	0,2462%		4.1.2005	4,60	0,5049%		10.1.2006	4,62	-0,0596%	0,0001%	12.1.2007	5,99	0,6723%	
7.1.2004	3,81	1,0057%		5.1.2005	4,61	0,1596%		11.1.2006	4,61	-0,1463%	0,0003%	15.1.2007	6,01	0,3339%	
8.1.2004	3,85	1,0329%		6.1.2005	4,62	0,3042%		12.1.2006	4,63	0,3402%		16.1.2007	6,07	0,9983%	
9.1.2004	3,85	0,0000%	0,0000%	7.1.2005	4,62	0,0000%	0,0000%	13.1.2006	4,64	0,1605%		17.1.2007	6,08	0,1647%	
12.1.2004	3,88	0,9258%		10.1.2005	4,61	-0,1624%	0,0004%	16.1.2006	4,63	-0,1980%	0,0005%	18.1.2007	6,03	-0,8224%	0,0070%
13.1.2004	3,91	0,5489%		11.1.2005	4,62	0,1818%		17.1.2006	4,63	0,1551%		19.1.2007	6,04	0,1656%	
14.1.2004	3,90	-0,0427%	0,0000%	12.1.2005	4,62	0,0479%		18.1.2006	4,62	-0,3395%	0,0013%	22.1.2007	6,07	0,4967%	
15.1.2004	3,91	0,0716%		13.1.2005	4,62	-0,1164%	0,0002%	19.1.2006	4,62	0,0732%		23.1.2007	6,07	0,0000%	0,0000%
16.1.2004	3,92	0,2189%		14.1.2005	4,61	-0,1003%	0,0001%	20.1.2006	4,62	0,0433%		24.1.2007	6,12	0,8237%	
19.1.2004	3,95	0,9250%		17.1.2005	4,63	0,2541%		23.1.2006	4,59	-0,7311%	0,0056%	25.1.2007	6,18	0,9804%	
20.1.2004	3,97	0,5797%		18.1.2005	4,64	0,2670%		24.1.2006	4,59	0,0045%	0,0000%	26.1.2007	6,22	0,6472%	
21.1.2004	3,97	-0,1533%	0,0003%	19.1.2005	4,65	0,2780%		25.1.2006	4,60	0,2427%		29.1.2007	6,24	0,3215%	
22.1.2004	3,99	0,4994%		20.1.2005	4,65	-0,0153%	0,0000%	26.1.2006	4,61	0,2521%		30.1.2007	6,29	0,8013%	
23.1.2004	3,99	0,0962%		21.1.2005	4,65	0,0386%		27.1.2006	4,62	0,2189%		31.1.2007	6,34	0,7949%	
26.1.2004	4,01	0,5995%		24.1.2005	4,65	-0,0206%	0,0000%	30.1.2006	4,64	0,4273%		1.2.2007	6,27	-1,1041%	0,0125%
27.1.2004	4,00	-0,1614%	0,0003%	25.1.2005	4,65	0,0467%		31.1.2006	4,64	-0,0908%	0,0001%	2.2.2007	6,29	0,3190%	
28.1.2004	4,00	-0,1304%	0,0002%	26.1.2005	4,66	0,2143%		1.2.2006	4,63	-0,0693%	0,0001%	5.2.2007	6,32	0,4769%	
29.1.2004	3,99	-0,1180%	0,0002%	27.1.2005	4,66	0,0045%	0,0000%	2.2.2006	4,64	0,0882%		6.2.2007	6,30	-0,3165%	0,0011%
30.1.2004	3,99	0,0349%		28.1.2005	4,66	0,0034%	0,0000%	3.2.2006	4,64	-0,3951%	0,0005%	7.2.2007	6,29	0,9917%	0,0003%
2.2.2004	4,01	0,2853%		31.1.2005	4,68	0,2595%		6.2.2006	4,63	-0,0315%	0,0000%	9.2.2007	6,32	0,4769%	
3.2.2004	4,01	0,0167%		1.2.2006	4,68	0,1535%		7.2.2006	4,63	0,1082%		12.2.2007	6,31	-0,1582%	0,0003%
4.2.2004	4,00	-0,2459%	0,0007%	2.2.2006	4,67	-0,1818%	0,0004%	9.2.2006	4,62	-0,2981%	0,0010%	13.2.2007	6,28	-0,4734%	0,0024%
5.2.2004	3,99	-0,1550%	0,0003%	3.2.2006	4,67	-0,1093%	0,0003%	10.2.2006	4,63	0,1093%		14.2.2007	6,31	0,4777%	
6.2.2004	3,98	-0,1538%	0,0003%	4.2.2006	4,65	-0,4470%	0,0021%	13.2.2006	4,61	-0,2066%	0,0005%	15.2.2007	6,29	-0,3170%	0,0011%
9.2.2004	3,98	-0,1477%	0,0003%	7.2.2006	4,65	-0,0216%	0,0000%	14.2.2006	4,61	-0,0090%	0,0000%	16.2.2007	6,30	0,1590%	
10.2.2004	3,98	0,0018%		9.2.2.2006	4,65	0,1567%		13.2.2006	4,63	0,1093%		19.2.2007	6,30	0,0000%	0,0000%
11.2.2004	3,96	-0,0864%	0,0011%	10.2.2006	4,66	0,2179%		16.2.2006	4,64	0,1984%		20.2.2007	6,29	-0,1587%	0,0003%
12.2.2004	3,97	0,4250%		11.2.2006	4,67	0,1404%		17.2.2006	4,66	0,2799%		21.2.2007	6,23	-0,9539%	0,0094%
13.2.2004	3,99	0,4305%		14.2.2006	4,68	0,2099%		20.2.2006	4,66	0,2594%		22.2.2007	6,21	-0,3210%	0,0011%
16.2.2004	3,99	0,0701%		23.2.2006	4,68	-0,0415%	0,0000%	23.2.2006	4,63	-0,4462%	0,0001%	23.2.2007	6,28	0,1135%	
17.2.2004	3,98	-0,2842%	0,0009%	16.2.2006	4,68	0,0642%		22.2.2006	4,64	-0,3772%	0,0015%	26.2.2007	6,27	0,1597%	
18.2.2004	3,98	0,0576%		17.2.2006	4,67	-0,2477%	0,0007%	23.2.2006	4,65	0,1097%		27.2.2007	6,25	-0,3190%	0,0011%
19.2.2004	3,99	0,0042%	0,0000%	18.2.2006	4,67	-0,0788%	0,0001%	24.2.2006	4,65	0,1779%		28.2.2007	6,18	-1,1200%	0,0129%
20.2.2004	3,98	-0,0385%	0,0000%	21.2.2006	4,67	-0,0886%	0,0003%	1.3.2006	4,63	-0,0273%	0,0001%	1.3.2007	6,17	-0,1600%	0,0026%
23.2.2004	3,98	-0,0262%	0,0000%	22.2.2006	4,67	-0,0223%	0,0000%	28.2.2006	4,65	-0,1122%	0,0002%	2.3.2007	6,12	-0,4878%	0,0025%
24.2.2004	3,99	0,1257%		23.2.2006	4,66	-0,1842%	0,0004%	1.3.2006	4,65	0,0000%	0,0000%	5.3.2007	6,10	-0,3268%	0,0012%
25.2.2004	3,98	-0,0174%		24.2.2006	4,66	-0,0812%	0,0001%	13.3.2006	4,65	0,2091%		6.3.2007	6,06	-0,2651%	0,0053%
26.2.2004	3,99	-0,0963%	0,0001%	25.2.2006	4,64	-0,2423%	0,0003%	3.3.2006	4,62	-0,6027%	0,0038%	7.3.2007	6,05	-1,5101%	
27.2.2004	4,00	0,4230%		28.2.2006	4,64	-0,1097%	0,0000%	6.3.2006	4,63	0,0226%		8.3.2007	6,10	0,8264%	
1.3.2004	4,00	-0,1251%	0,0002%	1.3.2006	4,63	-0,1053%	0,0001%	7.3.2006	4,61	-0,2355%	0,0006%	9.3.2007	6,16	0,9836%	
2.3.2004	4,01	0,3063%		2.3.2006	4,63	0,0004%	0,0000%	8.3.2006	4,61	-0,1341%		12.3.2007	6,18	0,3247%	
3.3.2004	4,03	0,3453%		3.3.2006	4,63	0,0768%		9.3.2006	4,61	-0,0127%	0,0000%	13.3.2007	6,18	0,0000%	0,0000%
4.3.2004	4,03	0,1254%		4.3.2006	4,64	0,0081%	0,0000%	10.3.2006	4,61	-0,0190%	0,0000%	14.3.2007	6,13	-0,8091%	0,0068%
5.3.2004	4,04	0,1925%		7.3.2006	4,64	0,1260%		13.3.2006	4,62	0,3406%		15.3.2007	6,05	-1,3011%	0,0174%
8.3.2004	4,04	0,1126%		8.3.2006	4,64	0,0423%	0,0000%	14.3.2006	4,62	0,3951%		16.3.2007	6,09	0,9917%	
9.3.2004	4,04	-0,1053%	0,0001%	9.3.2006	4,63	-0,1403%	0,0002%	15.3.2006	4,63	-0,1466%	0,0003%	19.3.2007	6,08	-0,4910%	0,0026%
10.3.2004	4,05	0,2613%		10.3.2006	4,62	-0,1856%	0,0004%	16.3.2006	4,64	0,1225%		20.3.2007	6,13	0,8224%	
11.3.2004	4,06	0,3024%		11.3.2006	4,61	-0,2091%	0,0001%	17.3.2006	4,64	0,0818%	0,0001%	21.3.2007	6,17	0,6525%	
12.3.2004	4,06	0,0154%		14.3.2006	4,59	-0,4852%	0,0025%	20.3.2006	4,63	-0,1143%	0,0002%	22.3.2007	6,20	0,4865%	
15.3.2004	4,07	0,2353%		21.3.2006	4,57	-0,3456%	0,0013%	21.3.2006	4,62	-0,2000%	0,0005%	23.3.2007	6,24	0,6452%	
16.3.2004	4,07	-0,0994%	0,0001%	16.3.2006	4,57	0,0475%		22.3.2006	4,61	-0,1661%	0,0003%	26.3.2007	6,25	0,1603%	
17.3.2004	4,07	0,0000%	0,0000%	18.3.2006	4,56	-0,2107%	0,0005%	23.3.2006	4,61	-0,0217%	0,0000%	28.3.2007	6,29	0,6400%	
18.3.2004	4,07	0,1868%		18.3.2006	4,56	-0,0421%	0,0000%	24.3.2006	4,62	0,0498%		29.3.2007	6,31	0,3180%	
19.3.2004	4,10	0,5736%		21.3.2006	4,53	-0,7601%	0,0060%	27.3.2006	4,64	0,4530%		30.3.2007	6,30	-0,1585%	0,0003%
22.3.2004	4,11	0,3941%		22.3.2006	4,52	-0,0912%	0,0001%	28.3.2006	4,65	0,2650%	0,0021%	31.3.2007	6,38	1,2698%	
23.3.2004	4,10	-0,3911%	0,0014%	23.3.2006	4,52	-0,0415%	0,0000%	29.3.2006	4,63	-0,4462%		1.4.2007	6,37	0,1535%	
24.3.2004	4,13	0,6455%		24.3.2006	4,52	-0,0369%	0,0000%	30.3.2006	4,63	0,0703%		3.4.2007	6,46	0,9375%	
25.3.2004	4,15	0,6970%		25.3.2006	4,53	0,2428%		31.3.2006	4,64	0,1180%		4.4.2007	6,48	1,8576%	
26.3.2004	4,19	0,9371%		29.3.2006	4,53	0,0668%		3.4.2006	4,63	0,0668%		5.4.2007	6,50	0,4559%	
29.3.2004	4,22	0,6194%		30.3.2006	4,54	0,2200%		4.4.2006	4,69	1,0057%		6.4.2007	6,64	0,4539%	
30.3.2004	4,21	-0,3320%	0,0012%	31.3.2006	4,56	0,3967%		5.4.2006	4,71	0,3120%		10.4.2007	6,64	0,0000%	0,0000%
31.3.2004	4,17	-0,9992%	0,0083%	1.4.2006	4,56	0,0631%		6.4.2006	4,75	0,8880%		11.4.2007	6,63	-0,1506%	0,0003%
1.4.2004	4,19	0,5421%		4.4.2006	4,55	-0,4320%	0,0019%	7.4.2006	4,77	0,5386%		12.4.2007	6,67	0,1508%	
2.4.2004	4,21	0,6052%		5.4.2006	4,55	0,0303%		10.4.2006	4,82	1,0488%		13.4.2007	6,63	-0,1506%	0,0003%
5.4.2004	4,21	-0,1021%	0,0001%	6.4.2006	4,55	0,1055%		11.4.2006	4,81	-0,2374%	0,0006%	16.4.2007	6,66	0,4525%	
6.4.2004	4,22	0,2629%		7.4.2006	4,55	0,0046%	0,0000%	12.4.2006	4,75	-1,1290%	0,0131%	17.4.2007	6,73	1,0511%	
7.4.2004	4,23	0,2989%		8.4.2006	4,56	0,0280%		13.4.2006	4,72	-0,0698%	0,0001%	18.4.2007	6,77	0,5944%	
8.4.2004	4,23	0,0395%		11.4.2006	4,55	-0,2290%	0,0006%	14.4.2006	4,77	0,5256%		19.4.2007	6,76	-0,1477%	0,0003%
9.4.2004	4,24	0,1795%		12.4.2006	4,53	-0,2433%	0,0007%	18.4.2006	4,77	-0,0192%	0,0000%	20.4.2007	6,76	0,0000%	0,0000%
13.4.2004	4,25	0,2463%		13.4.2006	4,53	-0,1688%		19.4.2006	4,78	0					

Priloga 4: Gibanje vrednosti referenčnega indeksa vzajemnih skladov, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

Datum	Vrednost ref. indeksa	Rast ref. indeksa	Datum	Vrednost ref. indeksa	Rast ref. indeksa	Datum	Vrednost ref. indeksa	Rast ref. indeksa	Datum	Vrednost ref. indeksa	Rast ref. indeksa
1.7.2003	100,0000	0,0000%	1.7.2004	132,1596	0,6048%	1.7.2005	146,8244765	0,3991%	3.7.2006	184,3829662	-0,0568%
3.7.2003	100,5966	0,5966%	2.7.2004	131,7374	-0,3195%	4.7.2005	147,1855183	0,2459%	4.7.2006	187,4037054	1,6383%
4.7.2003	100,7225	0,1251%	5.7.2004	131,5166	-0,1676%	5.7.2005	147,1307506	-0,0372%	5.7.2006	186,5508138	-0,3115%
7.7.2003	101,7372	1,0075%	6.7.2004	130,9162	-0,4565%	6.7.2005	147,5748205	0,3018%	6.7.2006	188,008073	0,7812%
8.7.2003	102,0223	0,2802%	7.7.2004	130,7823	-0,1022%	7.7.2005	147,4206447	-0,1045%	7.7.2006	188,0135956	0,0029%
9.7.2003	101,8005	-0,2174%	8.7.2004	130,5868	-0,1495%	8.7.2005	147,9044874	0,3282%	10.7.2006	188,1538917	0,0746%
10.7.2003	101,0685	-0,7190%	9.7.2004	130,9096	0,2472%	11.7.2005	147,9728492	0,0462%	11.7.2006	187,6138633	-0,2870%
11.7.2003	101,3299	0,2586%	12.7.2004	131,2464	0,2573%	12.7.2005	147,7868744	-0,1257%	12.7.2006	187,6980937	0,0449%
14.7.2003	102,2146	0,8734%	13.7.2004	132,2436	0,7302%	13.7.2005	148,1728859	0,2646%	13.7.2006	186,060797	-0,8724%
15.7.2003	102,2292	0,0143%	14.7.2004	132,4698	0,1408%	14.7.2005	148,1647017	-0,0089%	14.7.2006	184,9719751	-0,5851%
16.7.2003	101,7115	-0,5064%	15.7.2004	132,3383	-0,0993%	15.7.2005	148,5571926	0,2649%	17.7.2006	184,1151009	-0,4632%
17.7.2003	101,0097	-0,6899%	16.7.2004	131,7523	-0,4428%	16.7.2005	148,1395894	-0,2811%	18.7.2006	183,6406471	-0,2577%
18.7.2003	101,6811	0,6646%	19.7.2004	131,8480	0,0726%	19.7.2005	148,6350331	0,3344%	19.7.2006	184,5557882	0,4983%
21.7.2003	99,8501	-1,8007%	20.7.2004	131,4583	-0,2956%	20.7.2005	150,0575104	0,9570%	20.7.2006	185,7724686	0,5591%
22.7.2003	100,0379	0,1881%	21.7.2004	131,7095	0,1911%	21.7.2005	150,361259	0,3490%	21.7.2006	185,9463101	0,0937%
23.7.2003	99,8482	-0,1996%	22.7.2004	131,1511	-0,4240%	22.7.2005	150,6803687	0,0558%	24.7.2006	187,4359049	0,8011%
24.7.2003	100,4354	0,5881%	23.7.2004	131,6683	0,3944%	25.7.2005	150,4757139	-0,1356%	25.7.2006	187,6240389	0,1004%
25.7.2003	100,8310	0,3939%	26.7.2004	131,1755	-0,3742%	26.7.2005	150,5045748	0,0192%	26.7.2006	188,0528403	0,2285%
28.7.2003	101,1399	0,3063%	27.7.2004	132,1259	0,7245%	27.7.2005	150,8076267	0,2014%	27.7.2006	189,1041272	0,5590%
29.7.2003	101,0253	-0,1133%	28.7.2004	131,6529	-0,3580%	28.7.2005	151,7725195	0,6396%	28.7.2006	190,0475059	0,4989%
30.7.2003	101,0646	0,0389%	29.7.2004	132,4333	0,5927%	29.7.2005	152,2364888	0,3057%	31.7.2006	190,6180093	0,3002%
31.7.2003	101,8546	0,7817%	30.7.2004	133,4377	0,7585%	1.8.2005	152,2678731	0,0206%	1.8.2006	190,1827342	-0,2284%
1.8.2003	101,7533	-0,0995%	2.8.2004	133,3082	-0,0971%	2.8.2005	153,3981261	0,7423%	2.8.2006	191,2629843	0,5680%
4.8.2003	101,9935	0,2361%	3.8.2004	133,7595	0,3385%	3.8.2005	152,9651128	-0,2823%	3.8.2006	191,2600558	-0,0015%
5.8.2003	100,7490	-0,2340%	4.8.2004	133,5207	-0,1747%	4.8.2005	153,2171852	0,1748%	4.8.2006	192,717667	0,7621%
6.8.2003	102,0553	0,1699%	5.8.2004	132,9384	-0,4361%	5.8.2005	153,1185456	0,0644%	7.8.2006	192,156516	-0,2912%
7.8.2003	102,2746	0,2149%	6.8.2004	132,1277	-0,6099%	8.8.2005	153,4202286	0,1970%	8.8.2006	192,1290161	-0,0143%
8.8.2003	102,4302	0,1521%	9.8.2004	131,4408	-0,5199%	9.8.2005	153,8909302	0,3068%	9.8.2006	192,7411385	0,3186%
11.8.2003	102,6483	0,2130%	10.8.2004	131,7391	0,2270%	10.8.2005	154,3692893	0,3108%	10.8.2006	192,4732781	-0,1390%
12.8.2003	102,9319	0,2762%	11.8.2004	132,0926	0,2683%	11.8.2005	154,014982	-0,2295%	11.8.2006	192,5661019	0,0482%
13.8.2003	102,8043	0,1245%	12.8.2004	132,0707	-0,0166%	12.8.2005	153,693674	-0,2097%	14.8.2006	192,882675	0,1733%
14.8.2003	104,0651	0,4845%	13.8.2004	132,1998	0,0977%	16.8.2005	153,941451	0,1623%	16.8.2006	194,331893	0,7513%
18.8.2003	104,9136	0,8153%	16.8.2004	132,6212	0,3188%	17.8.2005	153,5763827	-0,2371%	17.8.2006	195,2998628	0,4982%
19.8.2003	105,0877	0,1659%	17.8.2004	133,3406	0,5425%	18.8.2005	153,1325125	-0,2690%	18.8.2006	195,1783639	-0,0622%
20.8.2003	105,2954	0,1977%	18.8.2004	133,5688	0,1711%	19.8.2005	153,2819566	0,0976%	21.8.2006	195,4689272	0,1489%
21.8.2003	106,5573	1,1984%	19.8.2004	133,7999	0,1723%	22.8.2005	153,3533615	0,0466%	22.8.2006	196,16669	0,3570%
22.8.2003	107,2647	0,6545%	20.8.2004	133,983	0,1382%	23.8.2005	153,053503	0,1956%	23.8.2006	196,481012	0,3469%
25.8.2003	106,7505	-0,4701%	23.8.2004	134,3968	0,3083%	24.8.2005	153,2147369	0,1053%	24.8.2006	195,4321026	-0,0276%
26.8.2003	106,5720	-0,1673%	24.8.2004	134,7223	0,2422%	25.8.2005	153,1673311	-0,0309%	25.8.2006	197,0815932	0,8440%
27.8.2003	107,0936	0,4894%	25.8.2004	135,0142	0,2166%	26.8.2005	153,3237787	0,1021%	26.8.2006	197,3848636	0,1539%
28.8.2003	107,7403	0,6039%	26.8.2004	135,4657	0,3344%	29.8.2005	153,5718557	0,1618%	29.8.2006	198,2409602	0,4337%
29.8.2003	108,0454	0,2832%	27.8.2004	135,9524	0,3595%	30.8.2005	154,030556	0,2993%	30.8.2006	198,0141487	-0,1149%
1.9.2003	108,4980	0,4189%	28.8.2004	136,2038	0,1849%	31.8.2005	154,6803499	0,4218%	31.8.2006	197,2203522	-0,4009%
2.9.2003	109,3751	0,8085%	31.8.2004	136,6511	0,3284%	1.9.2005	154,5392232	-0,0912%	1.9.2006	198,1203722	0,4564%
3.9.2003	110,3372	0,8796%	1.9.2004	137,0471	0,2898%	2.9.2005	154,7634811	0,1451%	4.9.2006	198,6516712	0,2682%
4.9.2003	109,9651	-0,3373%	2.9.2004	137,2062	0,1161%	5.9.2005	154,8912254	0,0825%	5.9.2006	199,5451022	0,4497%
5.9.2003	109,8535	-0,1014%	3.9.2004	137,5176	0,2270%	6.9.2005	155,040458	0,0963%	6.9.2006	199,0114907	-0,2674%
8.9.2003	110,4512	0,1843%	6.9.2004	138,1445	0,4340%	7.9.2005	155,3085123	0,1640%	7.9.2006	198,552874	-0,5518%
9.9.2003	110,4588	0,0068%	7.9.2004	138,3731	0,1873%	8.9.2005	155,2980177	-0,0068%	8.9.2006	199,6112828	0,5331%
10.9.2003	110,3086	-0,1360%	8.9.2004	139,1551	0,5651%	9.9.2005	156,09214	0,5114%	11.9.2006	198,5893011	-0,5120%
11.9.2003	110,1287	-0,1630%	9.9.2004	139,2831	0,0920%	12.9.2005	156,5275853	0,2790%	12.9.2006	199,5048334	0,4610%
12.9.2003	110,4119	0,2571%	10.9.2004	139,5823	0,2148%	13.9.2005	156,2160617	-0,1990%	13.9.2006	199,9286648	0,2124%
15.9.2003	110,2650	0,6145%	11.9.2004	139,2087	-0,2055%	14.9.2005	156,550456	-0,3020%	14.9.2006	200,0104788	0,1733%
16.9.2003	111,0749	0,5526%	14.9.2004	140,4046	0,8122%	15.9.2005	156,8387848	0,2365%	15.9.2006	200,715088	0,0972%
17.9.2003	111,0531	-0,0196%	15.9.2004	139,7820	0,2707%	16.9.2005	157,546321	0,5839%	18.9.2006	200,4539233	-0,1302%
18.9.2003	111,4471	0,3548%	16.9.2004	140,5582	0,5553%	19.9.2005	157,5724748	-0,1155%	19.9.2006	199,7992155	-0,3266%
19.9.2003	110,9398	-0,4552%	17.9.2004	141,2650	0,5028%	20.9.2005	157,6809483	0,0688%	20.9.2006	199,5008105	-0,1494%
22.9.2003	110,4135	-0,4744%	20.9.2004	140,8851	-0,2689%	21.9.2005	157,6638698	-0,0108%	21.9.2006	199,4451913	-0,0279%
23.9.2003	110,3770	-0,2637%	21.9.2004	141,2632	0,2684%	22.9.2005	157,6640423	0,0014%	22.9.2006	199,346868	-0,0504%
24.9.2003	110,7649	0,3337%	22.9.2004	140,819	-0,3138%	23.9.2005	157,4262872	0,0134%	25.9.2006	198,2469653	-0,0493%
25.9.2003	110,6207	-0,1302%	23.9.2004	140,3430	-0,3387%	26.9.2005	157,8153973	0,2472%	26.9.2006	198,4231711	0,0889%
26.9.2003	110,4414	-0,1621%	24.9.2004	139,5740	-0,5479%	27.9.2005	155,933772	-1,1923%	27.9.2006	199,0357718	0,3061%
29.9.2003	110,7983	0,3231%	27.9.2004	138,7806	-0,5685%	28.9.2005	154,6491876	-0,8283%	28.9.2006	200,1400845	0,5575%
30.9.2003	110,4415	-0,3220%	28.9.2004	138,8532	-0,0523%	29.9.2005	155,5283504	0,5685%	29.9.2006	200,514392	0,1870%
1.10.2003	111,0713	0,5819%	29.9.2004	139,0071	0,1075%	30.9.2005	156,4430423	0,5713%	2.10.2006	200,5605455	0,0275%
2.10.2003	109,9711	-1,7864%	30.9.2004	141,0088	0,7867%	3.10.2005	158,807513	0,2300%	3.10.2006	200,0794371	-0,2444%
3.10.2003	110,0628	0,0834%	1.10.2004	141,5801	0,4052%	4.10.2005	159,8050203	0,6566%	4.10.2006	201,0311404	0,4757%
6.10.2003	113,2555	2,9008%	4.10.2004	142,0055	0,3005%	5.10.2005	159,090258	-0,4750%	5.10.2006	202,7490021	0,8545%
7.10.2003	114,2726	0,8980%	5.10.2004	141,8154	-0,1339%	6.10.2005	157,1307155	-1,2321%	6.10.2006	203,4919463	0,3664%
8.10.2003	114,8717	0,5433%	6.10.2004	141,1469	-0,4710%	7.10.2005	156,577494	-0,3021%	9.10.2006	203,8171405	0,1733%
9.10.2003	114,8451	-0,0231%	8.10.2004	141,3647	0,1543%	10.10.2005	156,335567	0,0268%	10.10.2006	203,433823	1,1868%
10.10.2003	114,0005	-0,7354%	8.10.2004	141,2626	-0,0722%	11.10.2005	157,1206003	0,3737%	11.10.2006	204,2271708	0,3914%
13.10.2003	114,3479	0,3047%	11.10.2004	141,9077	0,4567%	12.10.2005	156,256639	-0,5499%	12.10.2006	204,2040326	-0,0113%
14.10.2003	114,3851	0,0326%	12.10.2004	141,3201	-0,4141%	13.10.2005	155,3287534	-0,5938%	13.10.2006	205,101115	0,4393%
15.10.2003	114,3361	-0,0428%	13.10.2004	141,2719	-0,0341%	14.10.2005	156,1678997	-0,1036%	16.10.2006	205,164542	0,0309%
16.10.2003	115,0719										

Nadaljevanje Priloge 4: Gibanje vrednosti referenčnega indeksa vzajemnih skladov, 1. 7. 2003–30. 6. 2007

1.1.2004	122,2504	0,0013%	30.12.2004	148,6028	0,3515%	5.1.2006	163,581643	-0,1421%	9.1.2007	227,9443153	-0,4338%
2.1.2004	122,3919	0,1158%	31.12.2004	148,7377	0,0908%	6.1.2006	163,641237	0,0364%	10.1.2007	227,7602316	-0,0808%
5.1.2004	123,2298	0,6846%	3.1.2005	148,8147	0,0517%	9.1.2006	163,9872525	0,2114%	11.1.2007	228,4992953	0,3245%
6.1.2004	123,3533	0,1002%	4.1.2005	149,2174	0,2708%	10.1.2006	163,9144918	-0,0444%	12.1.2007	229,5786487	0,4724%
7.1.2004	124,1745	0,6588%	5.1.2005	149,2798	0,0418%	11.1.2006	164,314533	0,2447%	15.1.2007	231,486668	0,8311%
8.1.2004	125,0137	0,6758%	6.1.2005	149,3079	0,0189%	12.1.2006	165,264603	0,5782%	16.1.2007	232,500947	0,3298%
9.1.2004	124,9746	-0,0313%	7.1.2005	149,9215	0,4110%	13.1.2006	165,0637087	-0,1216%	17.1.2007	230,5205712	-0,7447%
12.1.2004	125,8295	0,6841%	10.1.2005	149,7706	-0,1007%	16.1.2006	165,6850076	0,3764%	18.1.2007	230,3453754	-0,0760%
13.1.2004	126,2075	0,3004%	11.1.2005	149,9764	0,1374%	17.1.2006	165,3179156	-0,2216%	19.1.2007	231,9597447	0,7008%
14.1.2004	126,3688	0,1262%	12.1.2005	150,8634	0,3914%	18.1.2006	164,7747095	-0,3358%	22.1.2007	232,6413492	0,2981%
15.1.2004	126,2251	-0,1121%	13.1.2005	150,2276	-0,1765%	19.1.2006	165,6291039	0,5155%	23.1.2007	234,5353309	0,8142%
16.1.2004	126,7745	0,4353%	14.1.2005	150,5779	0,1865%	20.1.2006	165,3002961	-0,1985%	24.1.2007	236,988106	1,0503%
19.1.2004	127,7444	0,7650%	17.1.2005	151,8009	0,8122%	23.1.2006	165,0127285	-0,1740%	25.1.2007	237,4156422	0,1759%
20.1.2004	127,9719	0,1781%	18.1.2005	152,2843	0,3188%	24.1.2006	165,959117	0,5735%	26.1.2007	237,3312137	-0,0356%
21.1.2004	128,1851	0,1509%	19.1.2005	152,5223	0,1586%	25.1.2006	166,330865	0,2240%	29.1.2007	239,3803636	0,8534%
22.1.2004	128,6882	0,4068%	20.1.2005	152,6277	-0,1927%	26.1.2006	166,9448548	0,3691%	30.1.2007	242,9216685	1,4794%
23.1.2004	129,1748	0,3797%	21.1.2005	152,6308	0,0021%	27.1.2006	167,9216204	0,5851%	31.1.2007	243,2930286	0,1529%
26.1.2004	129,5152	0,2635%	24.1.2005	153,0447	0,2712%	30.1.2006	167,3047365	-0,3674%	1.2.2007	243,0058816	-0,1180%
27.1.2004	129,0365	-0,3696%	25.1.2005	154,1442	0,7184%	31.1.2006	167,5430398	0,1424%	2.2.2007	244,1510216	0,4712%
28.1.2004	128,3105	-0,5626%	26.1.2005	154,8869	0,4818%	1.2.2006	167,5367994	-0,0037%	5.2.2007	243,5418109	-0,2495%
29.1.2004	127,9322	-0,2948%	27.1.2005	154,9803	0,0603%	2.2.2006	168,7514632	0,3618%	1.3.2007	245,0178354	0,2861%
30.1.2004	127,8273	-0,0820%	28.1.2005	155,6215	0,4138%	3.2.2006	166,2562903	-0,4045%	7.2.2007	244,7571273	0,4561%
2.2.2004	128,2766	0,3515%	31.1.2005	156,7390	0,7181%	6.2.2006	166,1594737	-0,0582%	9.2.2007	244,7993964	0,0173%
3.2.2004	128,3201	0,0339%	1.2.2005	158,7955	1,3121%	7.2.2006	165,8841482	-0,1657%	12.2.2007	243,1432875	-0,6765%
4.2.2004	127,9674	-0,2748%	2.2.2005	158,0845	-0,4478%	9.2.2006	166,293398	0,2467%	13.2.2007	244,3699728	0,5045%
5.2.2004	127,6886	-0,2336%	3.2.2005	158,1801	0,0605%	10.2.2006	165,5047995	-0,4743%	14.2.2007	245,0178354	0,2861%
6.2.2004	127,6402	-0,0222%	4.2.2005	158,0205	-0,1008%	13.2.2006	165,4200931	-0,0511%	15.2.2007	245,4832646	0,1900%
9.2.2004	127,6576	0,0136%	7.2.2005	158,1607	0,0887%	14.2.2006	165,5909029	0,1033%	16.2.2007	245,7409613	0,1050%
10.2.2004	127,1009	-0,4361%	9.2.2005	157,3256	-0,5280%	15.2.2006	165,5500241	-0,0247%	19.2.2007	245,596579	-0,0588%
11.2.2004	127,3339	0,1833%	10.2.2005	157,2530	-0,0461%	16.2.2006	166,079523	0,3198%	20.2.2007	243,8007904	-0,7312%
12.2.2004	127,7886	0,3555%	11.2.2005	157,5943	0,2170%	16.2.2006	167,0000795	0,6898%	21.2.2007	243,500354	0,0122%
13.2.2004	127,9052	0,0815%	12.2.2005	158,2815	0,7724%	20.2.2006	167,275082	0,1106%	22.2.2007	245,1231149	0,5301%
16.2.2004	127,8742	-0,0242%	15.2.2005	159,0822	0,1704%	21.2.2006	167,4218574	0,0878%	23.2.2007	246,1254784	0,4089%
17.2.2004	127,9361	0,0484%	16.2.2005	159,3816	0,1882%	22.2.2006	167,423355	0,0009%	26.2.2007	246,3244661	0,0808%
18.2.2004	127,7830	-0,1197%	17.2.2005	159,3523	-0,0184%	23.2.2006	167,8391505	0,2483%	27.2.2007	243,1137409	-1,3035%
19.2.2004	127,4956	-0,2249%	18.2.2005	158,8098	-0,3404%	24.2.2006	167,8307826	-0,0050%	28.2.2007	239,705929	-1,5397%
20.2.2004	127,2233	-0,2034%	21.2.2005	159,8847	0,6645%	27.2.2006	168,7514632	0,3618%	1.3.2007	239,8306854	0,1624%
23.2.2004	127,1099	-0,0994%	22.2.2005	159,0895	-0,1818%	28.2.2006	168,0175734	-0,4149%	3.3.2007	238,7311759	-0,4558%
24.2.2004	126,6211	-0,3845%	23.2.2005	158,9471	-0,0954%	1.3.2006	168,3548958	0,2008%	5.3.2007	233,6537241	-1,268%
25.2.2004	126,7812	0,1264%	24.2.2005	159,3557	0,2571%	2.3.2006	167,7915844	-0,3346%	6.3.2007	234,64377	0,4240%
26.2.2004	126,8435	0,0492%	25.2.2005	159,7977	0,2774%	3.3.2006	168,1846023	0,2342%	7.3.2007	237,1067507	1,0494%
27.2.2004	127,3543	0,3927%	28.2.2005	159,8406	0,0289%	6.3.2006	167,8449877	-0,0325%	8.3.2007	239,6189513	1,0595%
1.3.2004	127,8881	0,4972%	1.3.2006	160,4328	0,6372%	7.3.2006	168,3255913	0,2743%	9.3.2007	241,510893	0,7823%
2.3.2004	128,5266	0,4207%	2.3.2006	158,9931	-0,7118%	8.3.2006	166,8212282	-0,0625%	12.3.2007	241,8934275	0,1567%
3.3.2004	128,4620	-0,0503%	3.3.2006	158,6268	-0,2304%	9.3.2006	166,6382728	0,0102%	13.3.2007	240,0830679	-0,7484%
4.3.2004	128,9026	0,3430%	4.3.2006	158,9320	0,1924%	10.3.2006	166,7708527	-0,0404%	14.3.2007	236,6709616	-1,4212%
5.3.2004	129,2821	0,2944%	7.3.2006	159,1064	0,1097%	13.3.2006	167,3548931	0,3502%	15.3.2007	239,5945732	1,2353%
8.3.2004	129,3357	0,0415%	8.3.2006	159,706	0,2512%	14.3.2006	166,322929	-0,0129%	16.3.2007	239,617217	0,0104%
9.3.2004	128,7666	-0,4400%	9.3.2006	158,3541	-0,2218%	15.3.2006	167,2834827	0,3967%	19.3.2007	241,2269068	0,6533%
10.3.2004	128,4753	-0,2262%	10.3.2006	157,9950	-0,2268%	16.3.2006	167,8816105	0,3576%	20.3.2007	242,5288114	0,5397%
11.3.2004	127,8581	-0,4804%	11.3.2006	157,5066	-0,3091%	17.3.2006	169,0984723	0,7248%	21.3.2007	243,5520644	0,4219%
12.3.2004	127,8343	-0,0186%	14.3.2006	156,2365	-0,8064%	20.3.2006	168,7101658	-0,2996%	22.3.2007	246,6595491	1,2759%
15.3.2004	127,7800	-0,0424%	15.3.2006	156,8844	-0,4174%	21.3.2006	168,8345591	0,0737%	23.3.2007	248,5202167	0,7544%
16.3.2004	128,1060	0,2551%	16.3.2006	154,4946	-0,7005%	22.3.2006	169,5558309	0,4272%	26.3.2007	249,9340185	0,5689%
17.3.2004	129,0815	0,7615%	17.3.2006	154,3087	-0,1203%	23.3.2006	169,0792537	-0,2811%	27.3.2007	250,5515073	0,2471%
18.3.2004	129,0057	-0,0588%	18.3.2006	154,4356	0,0823%	24.3.2006	168,8510061	-0,1350%	28.3.2007	251,2550502	0,2808%
19.3.2004	129,4016	0,3069%	21.3.2006	152,3919	-1,3233%	27.3.2006	169,372739	0,3090%	29.3.2007	254,2375273	1,1870%
22.3.2004	129,0090	-0,0707%	22.3.2006	152,0478	-0,2258%	28.3.2006	168,8428192	-0,1239%	30.3.2007	255,9409971	0,6700%
23.3.2004	128,668	-0,1303%	23.3.2006	151,3033	-0,4717%	29.3.2006	168,925993	0,0498%	31.3.2007	256,3568193	0,1624%
24.3.2004	129,0453	0,3712%	24.3.2006	151,9188	0,3889%	30.3.2006	169,674207	0,5424%	3.4.2007	260,0257728	1,4312%
25.3.2004	130,6199	1,2201%	25.3.2006	152,2977	0,2494%	31.3.2006	170,1032272	0,2526%	4.4.2007	264,0268039	1,5387%
26.3.2004	132,1072	1,1387%	29.3.2006	151,6652	-0,4153%	3.4.2006	171,720212	0,9506%	5.4.2007	265,4576252	0,5419%
29.3.2004	132,9232	0,6177%	30.3.2006	152,1198	0,2998%	4.4.2006	172,507525	0,4585%	6.4.2007	265,4828603	0,0095%
30.3.2004	132,7221	-0,0242%	31.3.2006	152,0267	-0,0067%	5.4.2006	174,2908363	1,0338%	10.4.2007	265,456324	-0,0140%
31.3.2004	131,8857	-0,7578%	1.4.2007	152,8459	-0,0524%	6.4.2006	175,7616271	0,8439%	11.4.2007	265,1474089	-0,1123%
1.4.2004	132,3166	0,3420%	4.4.2007	152,1795	-0,4360%	7.4.2006	177,7568685	1,1352%	12.4.2007	266,1387783	0,3739%
2.4.2004	133,6544	1,0111%	5.4.2007	152,5922	0,2712%	10.4.2006	178,1620946	0,2280%	13.4.2007	268,2020794	0,7753%
5.4.2004	134,0319	0,2825%	6.4.2007	153,0071	0,2719%	11.4.2006	176,4483064	-0,9819%	16.4.2007	270,1221351	0,7159%
6.4.2004	134,0620	0,0224%	7.4.2007	152,8847	-0,0087%	12.4.2006	178,7976363	1,2723%	17.4.2007	271,9321566	0,6701%
7.4.2004	134,3750	0,2287%	8.4.2007	152,9650	0,1149%	13.4.2006	176,684034	0,4114%	18.4.2007	271,9757117	0,0180%
8.4.2004	134,6118	0,1762%	11.4.2007	152,3654	-0,3920%	14.4.2006	176,9065451	0,1373%	19.4.2007	270,2838539	-0,6221%
9.4.2004	134,6871	0,0559%	12.4.2007	151,8627	-0,3299%	18.4.2006	177,7924423	0,5008%	20.4.2007	271,7589244	0,5457%
13.4.2004	136,1878	1,1143%	13.4.2007	151,9751	0,0740%	19.4.2006	177,7321173	-0,0339%	23.4.2007	273,4900997	0,6370%
14.4.2004	136,4908	0,5118%	14.4.2007	151,1486	-0,5452%	20.4.2006	178,5026363	0,3769%	24.4.2007	274,5494601	0,3848%
15.4.2004	136,4940	0,0024%	21.4.2007	149,8867	-0,8358%	21.4.2006	179,4758566	0,3400%	25.4.2007	277,4936303	1,0724%
16.4.2004	136,9544	0,3398%	18.4.2007	147,9283	-1,3068%	24.4.2006	180,3939034	0,5115%	26.4.2007	279,8762461	0,8586%

Priloga 5: Primer portfelja v individualnem upravljanju premoženja Investitorja 6 na dan 30. 6. 2007

Vrednost portfelja na dan 30.6.2007							
Papir	Depo	Stanje	Tečaj	Dat. tečaja	Vrednost v EUR	Vrednost v USD	Delež (%)
EUR	-A	4.602,19	100,00	30.6.2007	4.602,19	6.197,77	8,71
EUR	NLB-A	-2,50	100,00	30.6.2007	-2,50	-3,37	0,00
HRK	NLB-A	5.560,58	100,00	30.6.2007	761,28	1.025,22	1,44
USD	NLB-A	1.477,72	100,00	30.6.2007	1.097,29	1.477,72	2,08
Skupaj za vrsto papirja: Valuta					6.458,26	8.697,34	12,22
GRVG	-A	95,00	37,75	29.6.2007	3.586,25	4.829,60	6,78
HDOG	-A	1,00	1.460,00	29.6.2007	1.460,00	1.966,18	2,76
JDOS-R-A	NLB-A	2,00	9.611,00	30.6.2007	2.631,64	3.544,03	4,98
JADRANSKO OSIGURANJE D.D.							
KRKG	-A	11,00	992,20	29.6.2007	10.914,20	14.698,15	20,65
LKPG	-A	60,00	98,51	29.6.2007	5.910,60	7.959,81	11,18
NFIN	-A	1.916,00	2,59	29.6.2007	4.962,44	6.682,92	9,39
PETG	-A	9,00	750,29	29.6.2007	6.752,61	9.093,74	12,77
SNOG	-A	200,00	10,09	29.6.2007	2.018,00	2.717,64	3,82
TEVA	NLB-A	53,00	41,25	29.6.2007	1.623,41	2.186,25	3,07
TEVA PHARMACEUTICAL- SP ADR							
TLSG	-A	5,00	454,20	29.6.2007	2.271,00	3.058,36	4,30
TNPL-R-A	NLB-A	6,00	5.199,00	30.6.2007	4.270,69	5.751,34	8,08
TANKERSKA PLOVIDBA D.D.							
Skupaj za vrsto papirja: Delnica					46.400,84	62.488,02	87,78
Skupaj					52.859,10	71.185,36	100,00

Vir: Interni podatki.

Priloga 6: F-test

F-Test Two-Sample for Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	36,14416074	21,07791334
Variance	6,356353889	11,34484508
Observations	10	10
df	9	9
F	0,560285649	
P(F<=f) one-tail	0,200573853	
F Critical one-tail	0,314574906	

Vir: Lasten izračun.

Priloga 7: t-test

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	36,14416074	21,07791334
Variance	6,356353889	11,34484508
Observations	10	10
Hypothesized Mean Diff	0	
df	17	
t Stat	11,32410148	
P(T<=t) one-tail	1,21494E-09	
t Critical one-tail	1,739606716	
P(T<=t) two-tail	2,42987E-09	
t Critical two-tail	2,109815559	

Vir: Lasten izračun.

Priloga 8: F-test tabela

Numerator Degrees of Freedom												
	*	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	*
D e n o m i n a t o r	1	161	199	216	225	230	234	237	239	241	242	1
	2	18.5	19.0	19.2	19.2	19.3	19.3	19.4	19.4	19.4	19.4	2
	3	10.1	9.55	9.28	9.12	9.01	8.94	8.89	8.85	8.81	8.79	3
	4	7.71	6.94	6.59	6.39	6.26	6.16	6.09	6.04	6.00	5.96	4
	5	6.61	5.79	5.41	5.19	5.05	4.95	4.88	4.82	4.77	4.74	5
	6	5.99	5.14	4.76	4.53	4.39	4.28	4.21	4.15	4.10	4.06	6
	7	5.59	4.74	4.35	4.12	3.97	3.87	3.79	3.73	3.68	3.64	7
	8	5.32	4.46	4.07	3.84	3.69	3.58	3.50	3.44	3.39	3.35	8
	9	5.12	4.26	3.86	3.63	3.48	3.37	3.29	3.23	3.18	3.14	9
	10	4.96	4.10	3.71	3.48	3.33	3.22	3.14	3.07	3.02	2.98	10
D e g r e e s	11	4.84	3.98	3.59	3.36	3.20	3.09	3.01	2.95	2.90	2.85	11
	12	4.75	3.89	3.49	3.26	3.11	3.00	2.91	2.85	2.80	2.75	12
	13	4.67	3.81	3.41	3.18	3.03	2.92	2.83	2.77	2.71	2.67	13
	14	4.60	3.74	3.34	3.11	2.96	2.85	2.76	2.70	2.65	2.60	14
	15	4.54	3.68	3.29	3.06	2.90	2.79	2.71	2.64	2.59	2.54	15
	16	4.49	3.63	3.24	3.01	2.85	2.74	2.66	2.59	2.54	2.49	16
	17	4.45	3.59	3.20	2.96	2.81	2.70	2.61	2.55	2.49	2.45	17
	18	4.41	3.55	3.16	2.93	2.77	2.66	2.58	2.51	2.46	2.41	18
	19	4.38	3.52	3.13	2.90	2.74	2.63	2.54	2.48	2.42	2.38	19
	20	4.35	3.49	3.10	2.87	2.71	2.60	2.51	2.45	2.39	2.35	20
F r e e d o m	21	4.32	3.47	3.07	2.84	2.68	2.57	2.49	2.42	2.37	2.32	21
	22	4.30	3.44	3.05	2.82	2.66	2.55	2.46	2.40	2.34	2.30	22
	23	4.28	3.42	3.03	2.80	2.64	2.53	2.44	2.37	2.32	2.27	23
	24	4.26	3.40	3.01	2.78	2.62	2.51	2.42	2.36	2.30	2.25	24
	25	4.24	3.39	2.99	2.76	2.60	2.49	2.40	2.34	2.28	2.24	25
	26	4.23	3.37	2.98	2.74	2.59	2.47	2.39	2.32	2.27	2.22	26
	27	4.21	3.35	2.96	2.73	2.57	2.46	2.37	2.31	2.25	2.20	27
	28	4.20	3.34	2.95	2.71	2.56	2.45	2.36	2.29	2.24	2.19	28
	29	4.18	3.33	2.93	2.70	2.55	2.43	2.35	2.28	2.22	2.18	29
	30	4.17	3.32	2.92	2.69	2.53	2.42	2.33	2.27	2.21	2.16	30
	35	4.12	3.27	2.87	2.64	2.49	2.37	2.29	2.22	2.16	2.11	35
	40	4.08	3.23	2.84	2.61	2.45	2.34	2.25	2.18	2.12	2.08	40
	50	4.03	3.18	2.79	2.56	2.40	2.29	2.20	2.13	2.07	2.03	50
	60	4.00	3.15	2.76	2.53	2.37	2.25	2.17	2.10	2.04	1.99	60
	70	3.98	3.13	2.74	2.50	2.35	2.23	2.14	2.07	2.02	1.97	70
	80	3.96	3.11	2.72	2.49	2.33	2.21	2.13	2.06	2.00	1.95	80
	100	3.94	3.09	2.70	2.46	2.31	2.19	2.10	2.03	1.97	1.93	100
	150	3.90	3.06	2.66	2.43	2.27	2.16	2.07	2.00	1.94	1.89	150
	300	3.87	3.03	2.63	2.40	2.24	2.13	2.04	1.97	1.91	1.86	300
	1000	3.85	3.00	2.61	2.38	2.22	2.11	2.02	1.95	1.89	1.84	1000

Nadaljevanje Priloge 8: F-test tabela

Numerator Degrees of Freedom

	*	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	*
D e n o m i n a t o r	1	243	244	245	245	246	246	247	247	248	248	1
	2	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	2
	3	8.76	8.74	8.73	8.71	8.70	8.69	8.68	8.67	8.67	8.66	3
	4	5.94	5.91	5.89	5.87	5.86	5.84	5.83	5.82	5.81	5.80	4
	5	4.70	4.68	4.66	4.64	4.62	4.60	4.59	4.58	4.57	4.56	5
	6	4.03	4.00	3.98	3.96	3.94	3.92	3.91	3.90	3.88	3.87	6
	7	3.60	3.57	3.55	3.53	3.51	3.49	3.48	3.47	3.46	3.44	7
	8	3.31	3.28	3.26	3.24	3.22	3.20	3.19	3.17	3.16	3.15	8
	9	3.10	3.07	3.05	3.03	3.01	2.99	2.97	2.96	2.95	2.94	9
	10	2.94	2.91	2.89	2.86	2.85	2.83	2.81	2.80	2.79	2.77	10
D e g r e e s	11	2.82	2.79	2.76	2.74	2.72	2.70	2.69	2.67	2.66	2.65	11
	12	2.72	2.69	2.66	2.64	2.62	2.60	2.58	2.57	2.56	2.54	12
	13	2.63	2.60	2.58	2.55	2.53	2.51	2.50	2.48	2.47	2.46	13
	14	2.57	2.53	2.51	2.48	2.46	2.44	2.43	2.41	2.40	2.39	14
	15	2.51	2.48	2.45	2.42	2.40	2.38	2.37	2.35	2.34	2.33	15
	16	2.46	2.42	2.40	2.37	2.35	2.33	2.32	2.30	2.29	2.28	16
	17	2.41	2.38	2.35	2.33	2.31	2.29	2.27	2.26	2.24	2.23	17
	18	2.37	2.34	2.31	2.29	2.27	2.25	2.23	2.22	2.20	2.19	18
	19	2.34	2.31	2.28	2.26	2.23	2.21	2.20	2.18	2.17	2.16	19
	20	2.31	2.28	2.25	2.22	2.20	2.18	2.17	2.15	2.14	2.12	20
F r e e d o m	21	2.28	2.25	2.22	2.20	2.18	2.16	2.14	2.12	2.11	2.10	21
	22	2.26	2.23	2.20	2.17	2.15	2.13	2.11	2.10	2.08	2.07	22
	23	2.24	2.20	2.18	2.15	2.13	2.11	2.09	2.08	2.06	2.05	23
	24	2.22	2.18	2.15	2.13	2.11	2.09	2.07	2.05	2.04	2.03	24
	25	2.20	2.16	2.14	2.11	2.09	2.07	2.05	2.04	2.02	2.01	25
	26	2.18	2.15	2.12	2.09	2.07	2.05	2.03	2.02	2.00	1.99	26
	27	2.17	2.13	2.10	2.08	2.06	2.04	2.02	2.00	1.99	1.97	27
	28	2.15	2.12	2.09	2.06	2.04	2.02	2.00	1.99	1.97	1.96	28
	29	2.14	2.10	2.08	2.05	2.03	2.01	1.99	1.97	1.96	1.94	29
	30	2.13	2.09	2.06	2.04	2.01	1.99	1.98	1.96	1.95	1.93	30
	35	2.07	2.04	2.01	1.99	1.96	1.94	1.92	1.91	1.89	1.88	35
	40	2.04	2.00	1.97	1.95	1.92	1.90	1.89	1.87	1.85	1.84	40
	50	1.99	1.95	1.92	1.89	1.87	1.85	1.83	1.81	1.80	1.78	50
	60	1.95	1.92	1.89	1.86	1.84	1.82	1.80	1.78	1.76	1.75	60
	70	1.93	1.89	1.86	1.84	1.81	1.79	1.77	1.75	1.74	1.72	70
	80	1.91	1.88	1.84	1.82	1.79	1.77	1.75	1.73	1.72	1.70	80
	100	1.89	1.85	1.82	1.79	1.77	1.75	1.73	1.71	1.69	1.68	100
	150	1.85	1.82	1.79	1.76	1.73	1.71	1.69	1.67	1.66	1.64	150
	300	1.82	1.78	1.75	1.72	1.70	1.68	1.66	1.64	1.62	1.61	300
	1000	1.80	1.76	1.73	1.70	1.68	1.65	1.63	1.61	1.60	1.58	1000

Nadaljevanje Priloge 8: F-test tabela

Numerator Degrees of Freedom

	*	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	*
D e n o m i n a t o r	1	248	249	249	249	249	249	250	250	250	250	1
	2	19.4	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	2
	3	8.65	8.65	8.64	8.64	8.63	8.63	8.63	8.62	8.62	8.62	3
	4	5.79	5.79	5.78	5.77	5.77	5.76	5.76	5.75	5.75	5.75	4
	5	4.55	4.54	4.53	4.53	4.52	4.52	4.51	4.50	4.50	4.50	5
	6	3.86	3.86	3.85	3.84	3.83	3.83	3.82	3.82	3.81	3.81	6
	7	3.43	3.43	3.42	3.41	3.40	3.40	3.39	3.39	3.38	3.38	7
	8	3.14	3.13	3.12	3.12	3.11	3.10	3.10	3.09	3.08	3.08	8
	9	2.93	2.92	2.91	2.90	2.89	2.89	2.88	2.87	2.87	2.86	9
	10	2.76	2.75	2.75	2.74	2.73	2.72	2.72	2.71	2.70	2.70	10
D e g r e e s	11	2.64	2.63	2.62	2.61	2.60	2.59	2.59	2.58	2.58	2.57	11
	12	2.53	2.52	2.51	2.51	2.50	2.49	2.48	2.48	2.47	2.47	12
	13	2.45	2.44	2.43	2.42	2.41	2.41	2.40	2.39	2.39	2.38	13
	14	2.38	2.37	2.36	2.35	2.34	2.33	2.33	2.32	2.31	2.31	14
	15	2.32	2.31	2.30	2.29	2.28	2.27	2.27	2.26	2.25	2.25	15
	16	2.26	2.25	2.24	2.24	2.23	2.22	2.21	2.21	2.20	2.19	16
	17	2.22	2.21	2.20	2.19	2.18	2.17	2.17	2.16	2.15	2.15	17
	18	2.18	2.17	2.16	2.15	2.14	2.13	2.13	2.12	2.11	2.11	18
	19	2.14	2.13	2.12	2.11	2.11	2.10	2.09	2.08	2.08	2.07	19
	20	2.11	2.10	2.09	2.08	2.07	2.07	2.06	2.05	2.05	2.04	20
F r e e d o m	21	2.08	2.07	2.06	2.05	2.05	2.04	2.03	2.02	2.02	2.01	21
	22	2.06	2.05	2.04	2.03	2.02	2.01	2.00	2.00	1.99	1.98	22
	23	2.04	2.02	2.01	2.01	2.00	1.99	1.98	1.97	1.97	1.96	23
	24	2.01	2.00	1.99	1.98	1.97	1.97	1.96	1.95	1.95	1.94	24
	25	2.00	1.98	1.97	1.96	1.96	1.95	1.94	1.93	1.93	1.92	25
	26	1.98	1.97	1.96	1.95	1.94	1.93	1.92	1.91	1.91	1.90	26
	27	1.96	1.95	1.94	1.93	1.92	1.91	1.90	1.90	1.89	1.88	27
	28	1.95	1.93	1.92	1.91	1.91	1.90	1.89	1.88	1.88	1.87	28
	29	1.93	1.92	1.91	1.90	1.89	1.88	1.88	1.87	1.86	1.85	29
	30	1.92	1.91	1.90	1.89	1.88	1.87	1.86	1.85	1.85	1.84	30
	35	1.87	1.85	1.84	1.83	1.82	1.82	1.81	1.80	1.79	1.79	35
	40	1.83	1.81	1.80	1.79	1.78	1.77	1.77	1.76	1.75	1.74	40
	50	1.77	1.76	1.75	1.74	1.73	1.72	1.71	1.70	1.69	1.69	50
	60	1.73	1.72	1.71	1.70	1.69	1.68	1.67	1.66	1.66	1.65	60
	70	1.71	1.70	1.68	1.67	1.66	1.65	1.65	1.64	1.63	1.62	70
	80	1.69	1.68	1.67	1.65	1.64	1.63	1.63	1.62	1.61	1.60	80
	100	1.66	1.65	1.64	1.63	1.62	1.61	1.60	1.59	1.58	1.57	100
	150	1.63	1.61	1.60	1.59	1.58	1.57	1.56	1.55	1.54	1.54	150
	300	1.59	1.58	1.57	1.55	1.54	1.53	1.52	1.51	1.51	1.50	300

Priloga 9: t-test tabela

PERCENTAGE POINTS OF THE T DISTRIBUTION

Tail Probabilities

One Tail		0.10	0.05	0.025	0.01	0.005	0.001	0.0005		
Two Tails		0.20	0.10	0.05	0.02	0.01	0.002	0.001		
D	1	3.078	6.314	12.71	31.82	63.66	318.3	637		1
	2	1.886	2.920	4.303	6.965	9.925	22.330	31.6		2
G	3	1.638	2.353	3.182	4.541	5.841	10.210	12.92		3
R	4	1.533	2.132	2.776	3.747	4.604	7.173	8.610		4
E	5	1.476	2.015	2.571	3.365	4.032	5.893	6.869		5
E	6	1.440	1.943	2.447	3.143	3.707	5.208	5.959		6
S	7	1.415	1.895	2.365	2.998	3.499	4.785	5.408		7
	8	1.397	1.860	2.306	2.896	3.355	4.501	5.041		8
O	9	1.383	1.833	2.262	2.821	3.250	4.297	4.781		9
F	10	1.372	1.812	2.228	2.764	3.169	4.144	4.587		10
	11	1.363	1.796	2.201	2.718	3.106	4.025	4.437		11
F	12	1.356	1.782	2.179	2.681	3.055	3.930	4.318		12
R	13	1.350	1.771	2.160	2.650	3.012	3.852	4.221		13
E	14	1.345	1.761	2.145	2.624	2.977	3.787	4.140		14
E	15	1.341	1.753	2.131	2.602	2.947	3.733	4.073		15
D	16	1.337	1.746	2.120	2.583	2.921	3.686	4.015		16
O	17	1.333	1.740	2.110	2.567	2.898	3.646	3.965		17
M	18	1.330	1.734	2.101	2.552	2.878	3.610	3.922		18
	19	1.328	1.729	2.093	2.539	2.861	3.579	3.883		19
	20	1.325	1.725	2.086	2.528	2.845	3.552	3.850		20
	21	1.323	1.721	2.080	2.518	2.831	3.527	3.819		21
	22	1.321	1.717	2.074	2.508	2.819	3.505	3.792		22
	23	1.319	1.714	2.069	2.500	2.807	3.485	3.768		23
	24	1.318	1.711	2.064	2.492	2.797	3.467	3.745		24
	25	1.316	1.708	2.060	2.485	2.787	3.450	3.725		25
	26	1.315	1.706	2.056	2.479	2.779	3.435	3.707		26
	27	1.314	1.703	2.052	2.473	2.771	3.421	3.690		27
	28	1.313	1.701	2.048	2.467	2.763	3.408	3.674		28
	29	1.311	1.699	2.045	2.462	2.756	3.396	3.659		29
	30	1.310	1.697	2.042	2.457	2.750	3.385	3.646		30
	32	1.309	1.694	2.037	2.449	2.738	3.365	3.622		32
	34	1.307	1.691	2.032	2.441	2.728	3.348	3.601		34
	36	1.306	1.688	2.028	2.434	2.719	3.333	3.582		36
	38	1.304	1.686	2.024	2.429	2.712	3.319	3.566		38
	40	1.303	1.684	2.021	2.423	2.704	3.307	3.551		40
	42	1.302	1.682	2.018	2.418	2.698	3.296	3.538		42
	44	1.301	1.680	2.015	2.414	2.692	3.286	3.526		44
	46	1.300	1.679	2.013	2.410	2.687	3.277	3.515		46
	48	1.299	1.677	2.011	2.407	2.682	3.269	3.505		48
	50	1.299	1.676	2.009	2.403	2.678	3.261	3.496		50
	55	1.297	1.673	2.004	2.396	2.668	3.245	3.476		55
	60	1.296	1.671	2.000	2.390	2.660	3.232	3.460		60
	65	1.295	1.669	1.997	2.385	2.654	3.220	3.447		65
	70	1.294	1.667	1.994	2.381	2.648	3.211	3.435		70
	80	1.292	1.664	1.990	2.374	2.639	3.195	3.416		80
	100	1.290	1.660	1.984	2.364	2.626	3.174	3.390		100
	150	1.287	1.655	1.976	2.351	2.609	3.145	3.357		150
Two Tails		0.20	0.10	0.05	0.02	0.01	0.002	0.001		
One Tail		0.10	0.05	0.025	0.01	0.005	0.001	0.0005		