

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA DENARNIH TOKOV V VZAJEMNE
SKLADE**

Ljubljana, oktober 2007

MATEJ TADEJ JERMAN

IZJAVA

Študent MATEJ TADEJ JERMAN izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. PETRA GROZNIKA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 19.10.2007

Podpis: _____

Kazalo

1 Uvod	1
2 Opredelitev vzajemnih skladov	2
2.1 Vzajemni in investicijski skladi	2
2.1 Prednosti in slabosti vzajemnih skladov	4
2.2 Delitev vzajemnih skladov	6
3 Zgodovina in razvoj vzajemnih skladov v svetu in pri nas	8
3.1 Vzajemni skladi v svetu	8
3.1 Vzajemni skladi v Sloveniji	9
4. Vzajemni skladi danes	17
4.1 Primerjava porazdelitve trga vzajemnih skladov v Sloveniji in Združenih državah Amerike	19
5. Splošni dejavniki razvoja vzajemnih skladov	22
6. Vplivi na denarne tokove v vzajemne sklade	26
6.1 Pregled literature	26
6.2 Model neto denarnega toka na primeru slovenskega vzajemnega sklada KD Galileo	33
6.2.1 Enostavni linearni regresijski model	33
6.2.1.1 Model	33
6.2.1.2 Spremenljivke v modelu	34
6.2.1.3 Ugotovitve	36
6.2.2 Enostavni multipli linearni regresijski model	37
6.2.1.1 Model	38
6.2.1.2 Spremenljivke v modelu	38
6.2.1.3 Ugotovitve	38
7 Sklep	39
8 Literatura	42
9 Viri	43
Priloge	1

1 Uvod

V dvajsetem in v začetku enaindvajsetega stoletja je razvoj vzajemnih skladov tako v svetu kot tudi v Sloveniji dosegel izjemno rast. V Združenih državah Amerike, državi z najbolj razvito industrijo vzajemnih skladov, se je obseg sredstev v vzajemnih skladih iz 2,53 milijarde dolarjev v letu 1950 povečal kar na 10.413,62 milijarde dolarjev v letu 2006. V Sloveniji so se vzajemni skladi začeli razvijati šele po osamosvojitvi, in sicer v začetku leta 1992, ko ji bil ustanovljen prvi slovenski vzajemni sklad KD Galileo. Vrhunec svojega razvoja smo v Sloveniji začeli dosegati od leta 2001 naprej. V letu 2001 je bilo v slovenskih vzajemnih skladih v povprečju na investitorja 31 €. Ob koncu prve polovice letošnjega leta pa se je ta številka povzpela že na 1.320 €. V omenjenem obdobju se je število Slovencev, ki investirajo v domače vzajemne sklade, povečalo kar za devetnajstkrat.

Vzroke za tako nagel razvoj industrije slovenskih vzajemnih skladov v zadnjih letih lahko iščemo v nadaljevanju omenjenih dejavnikov. V zadnjih letih so se povprečne obrestne mere zaradi občutno znižane inflacije in vstopa Slovenije v Evropsko monetarno unijo precej znižale. Posledično so ljudje začeli iskati različne alternativne načine, s katerimi bi nadomestili vedno manj donosna varčevanja v obliki bančnih vlog. Med tovrstne alternativne načine varčevanja štejemo naložbe v različne dolžniške in lastniške vrednostne papirje, ki jih izdajajo bodisi podjetja, banke, razne druge finančne inštitucije bodisi država, in seveda možnost investiranja v vzajemne sklade. Slednji so zaradi svojih lastnosti za širše množice prebivalstva nekako najprimernejši. Dodaten razlog za pospešen razvoj vzajemnih skladov v Sloveniji pa je prinesla sprememba zakonodaje konec leta 2002. Tako je v začetku leta 2003 začel veljati nov Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). Posledično se je slovenski trg vzajemnih skladov začel pospešeno spreminjati in razvijati. Počasi, a vztrajno, so se ljudje tudi v Sloveniji začeli zavedati, da obstajajo pri varčevanju alternative bančnim vlogam, ki jim lahko na daljši rok prinesejo tudi več denarja oziroma višje obresti.

V diplomski nalogi bom v prvem delu opredelil, analiziral in primerjal razvoj slovenskega trga vzajemnih skladov z razvojem vzajemnih skladov po svetu. Na podlagi različnih virov strokovne literature bom poizkušal ugotoviti, kateri so najpomembnejši vzroki, ki vplivajo na hitrost razvoja in na velikost neto denarnih tokov denarja v vzajemne sklade. V drugem delu pa bom na primeru prvega slovenskega vzajemnega sklada, KD Galilea, oblikoval regresijski model, v katerem bom poskušal statistično pojasniti, kateri so tisti dejavniki, ki so bili v zadnjih letih glavni pri odločitvi investitorjev za investiranje svojega denarja v proučevani vzajemni sklad.

2 Opredelitev vzajemnih skladov

2.1 Vzajemni in investicijski skladi

Po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU-1), (2002) je investicijski sklad podjetje, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. Vsak investitor, ki investira svoj denar v investicijsko družbo, je upravičen do svojega sorazmernega deleža v družbinem portfelju glede na višino investiranih sredstev v primerjavi s celotnim portfeljem. Investicijski skladi investitorjem ponujajo možnost, da s skupnim investiranjem izkoriščajo prednosti, ki jih ponujajo različni finančni trgi.

Danes poznamo različne vrste investicijskih skladov, ki se med seboj opazno razlikujejo, a hkrati ohranjajo osnovni namen in podoben način delovanja. V praksi pa je najpogostejša delitev investicijskih skladov naslednja (Lubej, 2005, str. 30):

- Zaprti investicijski skladi (close-end investment funds) – so najstarejši investicijski skladi, za katere je značilen stalni obseg kapitala. Ob nastanku izdajo stalno število delnic, ki jih prejmejo vlagatelji kot nadomestilo za vložena sredstva. Število delnic se lahko poveča le, če se upravitelj sklada odloči za izvedbo nadaljnje javne ponudbe delnic. Zaradi tega lahko rečemo, da so zaprti investicijski skladi po svoji naravi precej podobni delniškim družbam. Z delnicami zaprtega sklada se trguje na borzi, kjer se tečaj vsakodnevno spreminja kot rezultat gibanja ponudbe in povpraševanja po delnicah skladov. Investitor lahko vrednostne papirje zaprtega sklada kupi ob ustanovitvi sklada ali kasneje na borzi od drugega investitorja, ki želi vrednostne papirje prodati. Zaprtim skladom, za razliko od vzajemnih, ni treba obdržati dela premoženja v gotovini, saj niso dolžni izplačati vlagatelja, ko ta proda svoj delež v skladu. Danes zaprti investicijski skladi predstavljajo majhen delež v celotnih sredstvih, vloženih v investicijske sklade.
- SICAV¹ skladi – po svoji značilnosti so nekakšna mečnica med zaprtimi in odprtimi investicijskimi skladi. Tako kot zaprti investicijski skladi imajo tudi SICAV skladi svoje premoženje razdeljeno na delnice. Število le-teh pa ni stalno, ampak se spreminja, kar je značilnost odprtih investicijskih skladov. V Sloveniji za razliko od ostalih dveh vrst skladov te vrste nimamo, saj jih slovenska zakonodaja ne pozna. Precej pogost pojav pa so v Luksemburgu, kjer je večina registriranih skladov ravno te vrste. Zakonodaja v Luksemburgu velja za eno najugodnejših za registracijo tovrstnih investicijskih skladov, zato mnogi mednarodni upravljavci svoje sklade tam tudi registrirajo. V Sloveniji so to možnost konec leta 2004 prvi realizirali pri finančni skupini KD Group d.d.

¹ Je kratica, ki v luksemburški zakonodaji pomeni investicijsko družbo.

- Odprti investicijski skladi (open-end investment funds) – zanje se v Sloveniji uporablja krajši izraz, in sicer vzajemni skladi (mutual funds) ali celo vzajemci. V vzajemnih skladih je združeno premoženje večjega števila lastnikov, vendar kot taki niso pravne osebe. Po definiciji ZISDU-1, (2002) vzajemni sklad ni niti pravna niti fizična oseba, ampak je opredeljen kot premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje. To premoženje je financirano s strani fizičnih in pravnih oseb in je tudi v njihovi lasti. Vsak vzajemni sklad ima svoje premoženje razdeljeno na posamezne investicijske kupone² oz. točke sklada ali enote premoženja. Ti investicijski kuponi se glasijo na določeno število točk oz. enot premoženja in tako sestavljajo pasivo posameznega vzajemnega sklada.

Vrednost enote premoženja oz. VEP vzajemnega sklada se izračunava na dnevni ravni in objavlja v virih javnega obveščanja. Vsak lastnik vzajemnega sklada lahko tako v vsakem trenutku natančno ve, koliko je vredno njegovo premoženje, ki ga je vložil v posamezen vzajemni sklad.

Vrednost VEP-a na dnevni ravni izračunavajo posamezne družbe za upravljanje³. Sam VEP se izračuna tako, da delimo celotno oz. čisto vrednost (ČVS) sredstev vzajemnega sklada s številom enot premoženja tega istega vzajemnega sklada. Čista vrednost sredstev posameznega vzajemnega sklada je enaka razliki med tržno vrednostjo naložb določenega vzajemnega sklada in obveznostmi tega istega vzajemnega sklada. Med naložbami posameznega vzajemnega sklada navadno najdemo denarna sredstva, depozite, obveznice, delnice ali naložbe v druge odprte ali zaprte investicijske sklade, medtem ko med obveznostmi posameznega vzajemnega sklada štejemo obveznosti do nakupa investicijskih kuponov in vrednostnih papirjev, obveznosti do družbe za upravljanje, obveznosti za plačilo davkov in druge (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 175–176).

Vzajemne sklade upravljajo za to posebej plačani in usposobljeni ljudje. Primerni so za vsakogar, ki ima na voljo presežna denarna sredstva, ki jih želi investirati, a se hkrati ne čuti dovolj sposobnega oz. nima dovolj znanja, da bi to počel sam. Vzajemni skladi tako potencialnemu investitorju omogočajo, da svoja presežna sredstva nakaže skupini upravljavcev in ti nato namesto njega poskrbijo za njihovo plemenitenje. Njihova prednost je tudi v tem, da svoja sredstva sistematično razpršijo in s tem dodatno znižujejo tveganje. Vzajemni skladi so odprti investicijski skladi, kar pomeni, da velikost sklada ni vnaprej fiksno določena, ampak se njegova velikost zaradi dnevnih prilivov in odlivov lahko vseskozi spreminja. Posledično lahko investitorji kadarkoli svoja presežna sredstva nakažejo v sklad in s tem kupujejo investicijske kupone, po drugi strani pa lahko prav tako prodajo investicijske

² Je neprenosljiv imenski vrednostni papir, izdan v nematerialni obliki, ki se glasi na eno ali več enot vzajemnega sklada. Investicijski kuponi so evidenčno hranjeni pri upravitelju.

³ Družba za upravljanje je gospodarska družba, ki se ustanovi izključno z namenom upravljanja investicijskih skladov. Organizirana je lahko kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo v smislu določil Zakona o gospodarskih družbah (spletni portal vzajemni.com, 2007).

kupone in dobijo svoj denar razmeroma hitro in na enostaven način nazaj na svoj transakcijski račun. V praksi investitorji svoj denar dobijo nazaj v treh do petih delovnih dneh od oddaje zahtevka za izplačilo prodaje določenega števila investicijskih kuponov, ki jih imajo v lasti pri določenem vzajemnem skladu. Denar, ki ga investitorji vplačujejo v posamezen vzajemni sklad, upravljavci nato v skladu z investicijsko politiko posameznega vzajemnega sklada vlagajo v različne vrednostne papirje. S tem upravljavci vzajemnega sklada oblikujejo njegovo aktivo, ki pa jo drugače poznamo tudi pod izrazom portfelj vzajemnega sklada.

Ustanovitev vzajemnega sklada je dovoljena samo družbam za upravljanje (DZU). V kolikor želi posamezna družba za upravljanje pridobiti dovoljenje za ustanovitev vzajemnega sklada, mora za to zaprositi ustrezen nadzorni organ. Pri nas v Sloveniji se ta organ imenuje Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP). Sama ustanovitev sklada je dokaj zahteven postopek in poteka v naslednjih korakih. Družba za upravljanje najprej oblikuje in sprejme pravila za upravljanje novega vzajemnega sklada. Nato mora družba za upravljanje skleniti pogodbo s skrbnikom za opravljanje skrbniških storitev. Sledi pridobitev dovoljenja s strani ATVP za upravljanje sklada, vplačilo in izdaja investicijskih kuponov, investiranje denarnih sredstev iz naslova vplačil v investicijske kupone in oblikovanje portfelja sklada ter izplačila za odkupljene investicijske kupone (ZISDU-1, 2002).

2.1 Prednosti in slabosti vzajemnih skladov

Vzajemni skladi s svojim načinom zbiranja kapitala predstavljajo alternativo varčevanju v bankah in vsem ostalim oblikam varčevanja. Zaradi svojih značilnosti imajo v primerjavi s klasičnim investiranjem v vrednostne papirje kar nekaj prednosti. Seveda se je treba zavedati, da tudi pri vzajemnih skladih obstajajo nekatere slabosti. Ko se odločamo za investiranje v vzajemne sklade, je zelo pomembno, da se seznanimo in proučimo njihove dobre in slabe strani, saj bomo le tako lahko našli najprimernejšo rešitev.

Ko proučujemo prednosti vzajemnih skladov, se največkrat omenjajo naslednje (Fredman, 1993, str. 10):

- Strokovnost pri upravljanju premoženja – razprševanje oz. izbiranje različnih vrednostnih papirjev, ki so sestavni del vsakega vzajemnega sklada zahteva veliko časa in znanja. Z investiranjem presežnega denarja v sklad to delo namesto investitorja opravijo profesionalni upravitelji sklada, ki so nenehno v stiku z dogajanjem na kapitalskih trgih po svetu, poleg tega pa imajo tudi dostop do raznih navadno plačljivih baz podatkov⁴.
- Prihranek na času – z investiranjem v vzajemni sklad investitorju ni treba namenjati svojega časa za spremljanje dogajanja na delniških trgih, izdelavo analiz in izbire naložb.

⁴ Primera plačljivih baz podatkov sta Reuters in Bloomberg.

- Razpršenost investiranega denarja – je ena izmed osnovnih nalog vzajemnega sklada oziroma upravitelja, ki ga upravlja. Osnovni namen razpršitve med večje število naložb je zmanjševanje tveganja. V povprečju vzajemni sklad svoja sredstva razprši v štirideset do petdeset naložb. V primeru, da bi vlagatelj sam želel doseči takšen obseg razpršitve, bi za to poleg že zgoraj omenjenih strokovnosti in časa, potreboval še precejšen obseg denarnih sredstev, poleg tega pa bi mu takšen način investiranja povzročal precejšnje stroške.
- Likvidnost – investiranje v vzajemni sklad investitorju omogoča, da lahko svoja sredstva kadarkoli proda. Pri tem investitor ni omejen na to, kolikšen del investiranega denarja želi prodati, lahko proda celotna sredstva ali pa le določen del.
- Enostavnost – v primerjavi z direktnim vlaganjem v vrednostne papirje (delnice, obveznice, opcije ...) je investiranje v vzajemne sklade precej enostavnejše. Investitor odpre pristopno izjavo, pristopi k vzajemnemu skladu in nato preko priložene položnice samo še nakaže denar na transakcijski račun vzajemnega sklada. Investitorju tako ni treba spremljati in preračunavati dividend in kapitalskih dobičkov. Ni mu potrebno razmišljati, ali je posamezna naložba že primerna za prodajo. Če se odloči za prodajo dela investiranega denarja, se mu s tem ne podre celoten portfelj, ampak še vedno ohranja zastavljeno geografsko ali panožno razpršitev, ki jo ponuja investicijska politika posameznega vzajemnega sklada.
- Nižji stroški investiranja – stroški investiranja preko vzajemnega sklada so za posameznega investitorja praviloma nižji, kot če bi v iste vrednostne papirje vlagal neposredno preko borznega posrednika. Pri neposrednem vlaganju v vrednostne papirje ima investitor stroške z odpiranjem in vodenjem trgovalnega računa, z nakupom ali prodajo posameznih vrednostnih papirjev ter s svetovanjem, velja pa upoštevati tudi oportunitetne stroške v primeru, da vlagatelj sam izbira in ocenjuje naložbe, ki se mu zdijo primerne za nakup.

Seveda pa tudi pri vzajemnih skladih obstajajo določene slabosti (Rugg, 1986, str. 116):

- Relativno visoki stroški – pri investiranju v vzajemni sklad investitor navadno plača določene vstopne stroške⁵ in med letom še upravljavsko in skrbniško provizijo⁶. Nekateri vzajemni skladi dodatno zaračunajo še izstopno provizijo ob prodaji premoženja. Ob prenosu sredstev iz enega vzajemnega sklada v drugega pa se vlagatelju lahko (odvisno od posameznega DZU-ja) zaračunajo še prestopni stroški. Poleg tega se vsak prestop iz enega vzajemnega sklada v drugega šteje kot prodaja, kar pomeni, da investitor plača še davek na kapitalski dobiček.
- Nezmožnost odločanja investitorja – v primeru investiranja v vzajemne sklade investitor nima možnosti, da bi aktivno sodeloval pri izbiri naložb vzajemnega sklada.
- Nevarnost izgube nadzora nad doseganjem kapitalskih dobičkov.

⁵ Višina vstopnih stroškov se določa glede na znesek vplačila in je odvisna od posameznega vzajemnega sklada.

⁶ Višina upravljavske in skrbniške provizije je zapisana v pravilih upravljanja vsakega vzajemnega sklada posebej. Obračunava se na dnevni ravni in je že vključena v vsakodnevno javno objavljeno vrednost VEP-a posameznega vzajemnega sklada.

- Velika ponudba, ki otežuje izbiro – na trgu je izjemno velika ponudba vzajemnih skladov, kar lahko pri marsikaterem potencialnem investitorju povzroči veliko dodatnih težav pri odločitvi, kateri oz. katere vzajemne sklade sploh izbrati.

2.2 Delitev vzajemnih skladov

Vsak posamezni vzajemni sklad je oblikovan z namenom, da zadovolji določene potrebe oziroma želje potencialnega investitorja ali skupine potencialnih investitorjev. Da bi se potencialnim investitorjem čim bolj prilagodili in jim ponudili najustreznejše produkte, so družbe za upravljanje razvile veliko število vzajemnih skladov. Potencialni investitorji se med seboj precej razlikujejo. Eni si želijo investirati v visoko tvegane vzajemne sklade, se zavedajo višjega tveganja in hkrati pričakujejo tudi višje donose. Drugi bolj konzervativnejši, pa so zadovoljni z nižjimi donosi, ki so na dolgi rok v povprečju le nekoliko višji od vezanih bančnih depozitov in posledično niso pripravljeni sprejemati višjega ali visokega tveganja. Tretji želijo investirati v točno določene geografske regije, posamezne države ali sektorje oziroma panoge. Skratka, imamo veliko potencialnih investitorjev, ki imajo različne želje, da pa bi lahko ustregli njihovim željam in pričakovanjem, imamo na voljo veliko število vzajemnih skladov. V literaturi obstaja veliko delitev vzajemnih skladov, zato bom v nadaljevanju navedel le nekatere:

Najpogostejša in najenostavnejša je delitev vzajemnih skladov glede na vrsto vrednostnih papirjev, ki jih ima vzajemni sklad v svojem portfelju oziroma aktivih (Fredman 1993, str. 23–54):

- Vzajemni skladi denarnega trga oziroma kratkoročnih vrednostnih papirjev (money market mutual funds). Ti vzajemni skladi svoja sredstva investirajo v inštrumente denarnega trga, kot so depoziti, blagajniški zapisi ali menice. So edini primerni za investiranje na kratki rok (do enega leta) in predstavljajo resno konkurenco bančnim depozitom, saj na kratki rok ob konkurenčnemu donosu zagotavljajo varnost in likvidnost.
- Mešani vzajemni skladi (hybrid mutual funds). V tem primeru gre za vzajemne sklade, ki svoja sredstva investirajo tako v dolžniške (obveznice) kot lastniške (delnice) vrednostne papirje.
- Obvezniški ali dolžniški vzajemni skladi (bond mutual funds). Gre za vzajemne sklade, ki večino svojih sredstev investirajo v dolžniške vrednostne papirje, depozite in druge finančne inštrumente z nižjim tveganjem. Del svojih sredstev pa lahko ti skladi investirajo tudi v obveznice, če jim to dovoljuje naložbena politika⁷ sklada.
- Delniški ali lastniški vzajemni skladi (equity mutual funds). So vzajemni skladi, ki večino svojih naložb investirajo v lastniške vrednostne papirje oziroma delnice.

⁷ Naložbena politika posameznega vzajemnega sklada je opredeljena v njegovem prospektu s pravili upravljanja. Določa, kam, v katere naložbe in v kakšnem razmerju lahko vlaga posamezen vzajemni sklad.

Navadno znaša delež delnic v portfelju takšnega sklada med 70 % in 95 %, odvisno od naložbene politike posameznega vzajemnega sklada in družbe za upravljanje.

Zgoraj navedeni delitvi vzajemnih skladov bi lahko dodali še dve, tudi na Slovenskem trgu precej prisotni skupini vzajemnih skladov:

- Vzajemni skladi skladov (Funds of funds). V tem primeru gre za vzajemne sklade, ki svoja sredstva vlagajo v enote premoženja oziroma delnice drugih investicijskih skladov⁸.
- Indeksni vzajemni skladi (Index mutual funds). Cilj naložbene politike teh skladov je čim bolj natančno sledenje oziroma posnemanje strukture določenega indeksa in posledično tudi njegovega donosa.

Druga delitev vzajemnih skladov je narejena na podlagi tveganja in potencialno pričakovanega donosa (Dimovski, Gregorčič 2000, str 169–171):

- Vzajemni skladi zadržane rasti (conservative growth funds). Gre za vzajemne sklade, ki svoja sredstva investirajo pretežno v nizko tvegane oziroma varnejše naložbe. Posledično so pri teh skladih pričakovane potencialne stopnje donosa nižje.
- Vzajemni skladi zmernе rasti (moderate growth funds). Naložbena politika teh vzajemnih skladov se osredotoča na investiranje sredstev v manj tvegane vrednostne papirje. Pričakovani potencialni donosi pri teh skladih pa se gibljejo med nizkimi in visokimi.
- Vzajemni skladi agresivne rasti (agressive growth funds). V to skupino sodijo vzajemni skladi, ki svoja sredstva investirajo v visoko tvegane vrednostne papirje, od katerih lahko posledično pričakujemo tudi višje donose.

Vzajemne sklade lahko razdelimo tudi glede na to, kako financirajo upravljanje premoženja, s katerim razpolagajo (Mramor, 2000, str. 89–93):

- Skladi s provizijo (load funds). V tem primeru gre za vzajemne sklade, ki investitorju ob vstopu ali izstopu iz sklada zaračunajo provizijo. Gre za tako imenovane vstopne ali izstopne stroške. Pri nekaterih vzajemnih skladih vlagatelj plača samo vstopne stroške, pri drugih samo izstopne stroške in pri nekaterih celo oboje.
- Skladi brez provizije (no load funds). Vzajemni skladi, ki sodijo v to skupino, investitorju ob vstopu ali izstopu v sklad ne zaračunavajo vstopnih ali izstopnih provizij.

Vzajemne sklade lahko delimo tudi glede na to, kaj posamezen vzajemni sklad pokriva v okviru svoje naložbene politike. Po tem kriteriju lahko vzajemne sklade razdelimo v dve skupini:

⁸ Investicijski skladi so finančne inštitucije, ki zbirajo denarna sredstva z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev ali investicijskih kuponov ter zbrana sredstva vlagajo v različne vrste naložb, ki tvorijo premoženje sklada (Prohaska, 1999, str. 7). Vzajemni skladi pa so ena izmed vrst investicijskih skladov.

- Geografsko usmerjeni vzajemni skladi (regional mutual funds). V to skupino sodijo vzajemni skladi, katerih investicijska politika je usmerjena k pokrivanju posamezne države (Kitajska, Indija, ZDA ...), posamezne regije (Vzhodna Evropa, Balkan, Baltik ...), posameznega kontinenta (Severna Amerika, Azija, Latinska Amerika ...) ali pa celotnega sveta (globalni vzajemni sklad).
- Sektorsko oziroma panožno usmerjeni vzajemni skladi (sector mutual funds). Sem sodijo vzajemni skladi, ki se v okviru svoje naložbene politike specializirajo za pokrivanje posameznega sektorja ali panoge (surovine, energija, tehnologija, alternativni viri energije, zlato, voda ...).

3 Zgodovina in razvoj vzajemnih skladov v svetu in pri nas

3.1 Vzajemni skladi v svetu

Prvi začetki, ki jih lahko povežemo z razvojem investicijskih oziroma vzajemnih skladov, segajo v začetek devetnajstega stoletja. Zgodovinarji so še vedno razdeljeni v dva tabora. Eni so mnenja, da naj bi se prvi investicijski sklad pojavil na Nizozemskem leta 1822. Ustanovil ga je kralj William 1, imenoval pa se je "Societe Generale des Pays – Bas pour Favoriser L'industrie Nationale". Drugi pravijo, da naj bi bil začetnik vzajemnih skladov nemški trgovec Adriaan Von Ketwich, ki je leta 1774 ustanovil investicijski sklad z imenom "Eendragt Maakt Magt", kar pomeni "Enotnost ustvarja moč".

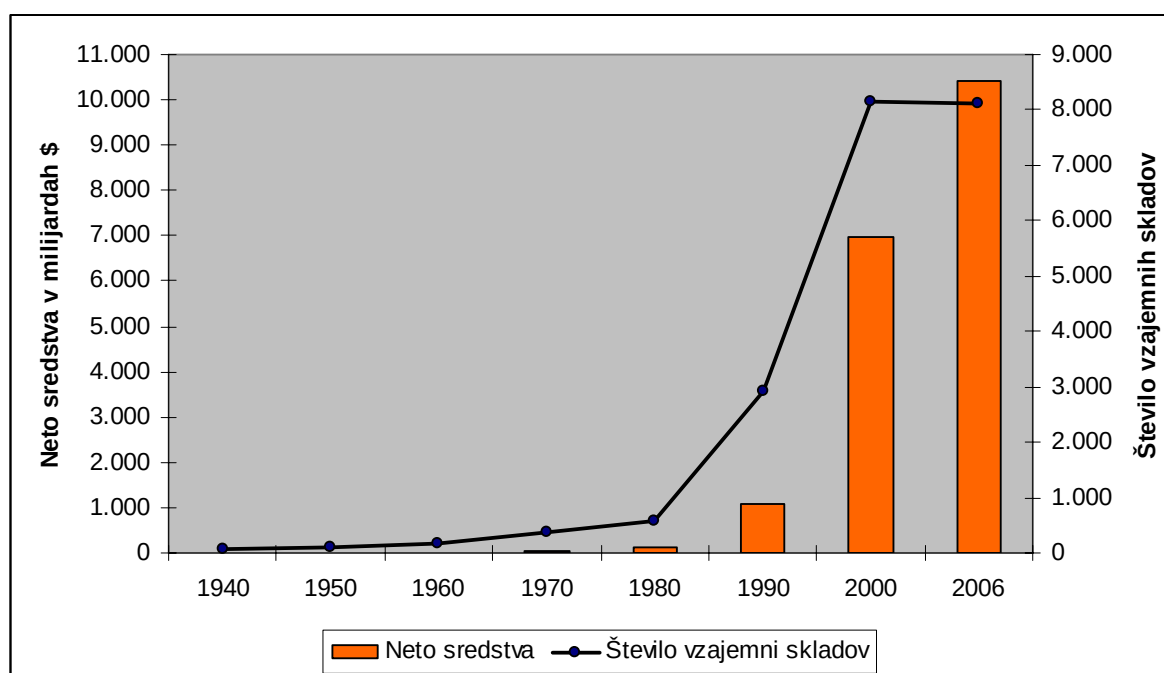
Sredi devetnajstega stoletja se je glavnina razvoja investicijskih skladov preselila v Veliko Britanijo. Tam so leta 1868 ustanovili "Foreign and Colonial Government Trust", ki je bil precej podoben današnjim zaprtim investicijskim skladom⁹. Pozneje so delnice tega sklada uvrstili na borzo in s tem omogočili investitorjem lažje trgovanje.

Nadaljnji razvoj investicijskih skladov se je nadaljeval v Veliki Britaniji in Franciji. Leta 1890 so se investicijski skladi prvič pojavili tudi v ZDA. Leta 1920 so v Bostonu ustanovili prvi odprti investicijski sklad, vendar so do leta 1929 prevladovali predvsem zaprti investicijski skladi. Omenjenega leta smo bili priča velikemu borznemu zlomu, ki je povzročil propad večine zaprtih investicijskih skladov. Borzni zlom lahko štejemo za prelomnico razvoja investicijskih skladov, saj so od takrat naprej začeli prevladovati odprti investicijski skladi. Razvoj vzajemnih skladov je doživel dodaten pospešek v tridesetih letih prejšnjega stoletja.

⁹ Za zaprte investicijske sklade je značilno, da je število enot, izdanih v primarni izdaji, fiksno in se ne spreminja, lastniki pa lahko takšne enote (navadno so to delnice) praviloma prodajo na sekundarnem trgu oziroma jih novi vlagatelji lahko kupijo samo od obstoječih lastnikov delnic. Vrednost enote zaprtega investicijskega sklada je odvisna od ponudbe in povpraševanja po njej, praviloma pa ni enaka čisti vrednosti sredstev na enoto. Primer zaprtih skladov so slovenske investicijske družbe oz. IDI.

Danes je razmerje med odprtimi in zaprtimi investicijskimi skladi po obsegu sredstev v upravljanju približno 12,5 : 1 (Investment Company Institute Fact book, 2007, str. 41). Med letoma 1933 in 1936 so bili v ZDA sprejeti trije pomembnejši zakoni, ki so postavili temelje zakonodajne ureditve na področju poslovanja investicijskih skladov. Glavni namen je bil zavarovanje investorjev in postavitve davčnih temeljev za delovanje investicijskih skladov. V naslednjih letih se je razvoj vzajemnih skladov samo se pospeševal, svoj vrhunec pa je doživel po letu 1980. Konec leta 2006 je bilo tako v ZDA v vzajemnih skladih nakopičenih 10.413,62 milijarde USD, kar znaša dobrih 34.800 USD na prebivalca (Investment Company Institute Fact book, 2007, str. 140).

Slika 1: Gibanje števila vzajemnih skladov in neto sredstev v vzajemnih skladih v ZDA, v letih 1940–2006



Vir: ICI Fact book, 2007.

Po zadnjih razpoložljivih podatkih je bilo konec leta 2006 na svetu v vseh vzajemnih skladih skupaj zbranih 21.764,91 milijarde USD oziroma dobrih 3.300 USD na prebivalca. Od celotnih svetovnih sredstev v vzajemnih skladih jih pripada ZDA kar 47,85 odstotka. Ta podatek zgovorno kaže, so ZDA vodilna sila na področju razvoja in obsega vzajemnih skladov.

3.1 Vzajemni skladi v Sloveniji

V Sloveniji se je razvoj vzajemnih skladov začel že kmalu po osamosvojitvi. Za uradni začetek vzajemnih skladov v Sloveniji štejemo 1. 1. 1992, ko je borznoposredniška hiša PM&A ustanovila prvi vzajemni sklad v Sloveniji z imenom Galileo. Konec leta 1992 je

Galileo dobil prvo konkurenco. Pojavil se je vzajemni sklad LBM Piramida, ki ga je upravljala LB Maksima. Naslednje leto so bili ustanovljeni trije nov vzajemni skladi. V letu 1994 pa jih je prišlo na trg še dodatnih osem. Ob koncu tega leta smo tako imeli v Sloveniji 13 vzajemnih skladov, vendar brez ustrezne zakonodaje, ki bi urejala njihovo delovanje.

V letu 1994 sta bila sprejeta dva zakona, ki sta postavila osnovo za delovanje družb za upravljanje investicijskim in s tem tudi vzajemnim skladom v Republiki Sloveniji. S sprejetjem Zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP, 1994) je bila ustanovljena Agencija za trg vrednostnih papirjev. Njena naloga je, da nadzira ustanavljanje vzajemnih skladov in skrbi za ustrezno delovanje in poslovanje posameznih družb za upravljanje. S sprejetjem zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU) (ZTVP, 1994) so bili postavljeni pogoji za ustanovitev družb za upravljanje in investicijskih skladov ter način njihovega delovanja. Omenjeni zakon je začel veljati 13. marca 1994. V skladu s tem zakonom so morali vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje. Zaradi zgoraj navedenega pogoja in še nekaterih drugih zakonskih omejitev je precej borzoposredniških hiš v tistem času opustilo svoje ideje o ustanavljanju vzajemnih skladov. Ena izmed pomembnejših omejitev v tistem času je bila, da slovenski vzajemni skladi svojega premoženja niso smeli investirati v tuje vrednostne papirje¹⁰. Upravljavci vzajemnih skladov v Sloveniji so bili v veliki meri omejeni le na domači trg vrednostnih papirjev, kar jim je onemogočalo razvijati in upravljati različne vrste geografsko ali panožno usmerjenih vzajemnih skladov izven Slovenije. Posamezna družba za upravljanje v svoji ponudbi vzajemnih skladov ni imela sklade, ki bi pokrivali različne regije ali sektorje po svetu, ampak so ponudili sklade, ki vlagajo več ali manj na območje Slovenije in so se razlikovali po stopnji tveganja in naložbeni politiki. Lahko rečemo, da so slovenske družbe za upravljanje takrat ponujale tri osnovne vrste skladov, in sicer delniške, obvezniške in mešane vzajemne sklade. KD Investments DZU je tako na trgu ponujala delniški vzajemni sklad KD Rastko, mešani vzajemni sklad KD Galileo in obvezniški vzajemni sklad KD Bond. V tistem času je bil slovenski trg vzajemnih skladov še precej nerazvit in je ponujal ogromno priložnosti za nadaljnji razvoj. Glavno oviro za nadaljnji razvoj vzajemnih skladov je predstavljal takratni zakon ZISDU. V začetnih letih je zato število slovenskih vzajemnih skladov naraščalo zelo počasi. Posledično smo do konca leta 2001 na slovenskem trgu vzajemnih skladov imeli 18 domačih vzajemnih skladov.

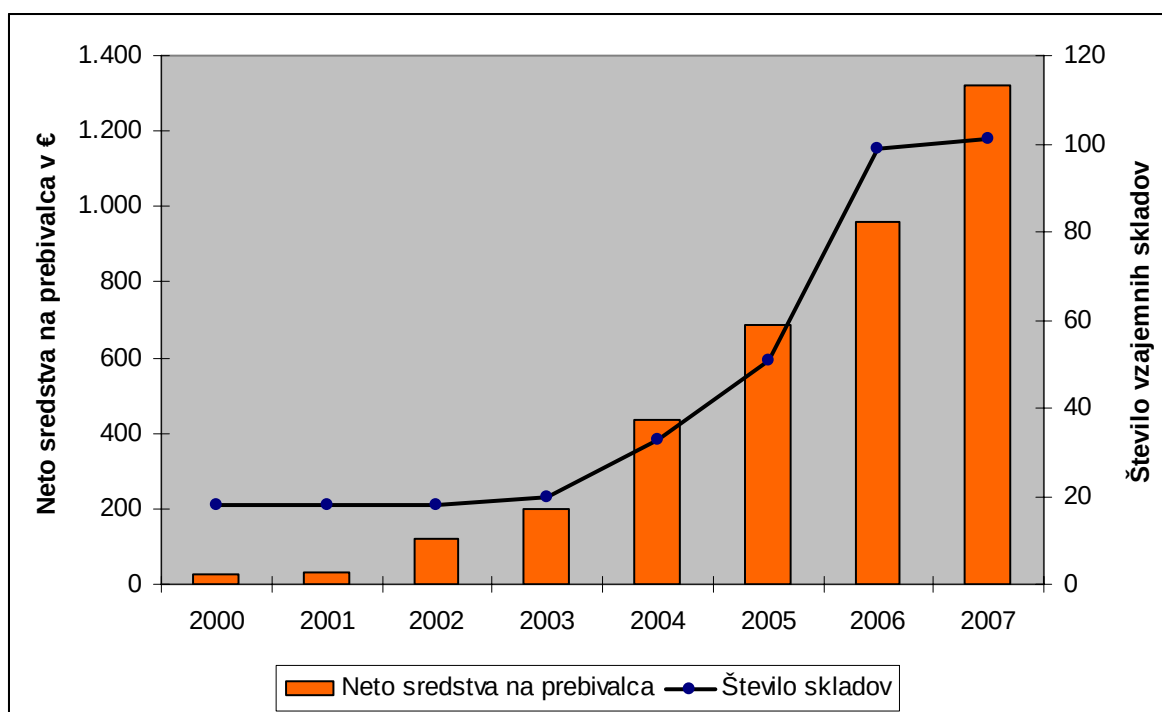
V začetnem obdobju razvoja vzajemnih skladov v Sloveniji smo zabeležili tudi eno likvidacijo vzajemnega sklada. Aprila 2001 je bil likvidiran vzajemni sklad Miha, ki ga je upravljala družba za upravljanje KBM Infond (Spletni portal slonep.net, 2007).

Še pred tem pa je v letu 1996 slovenski trg vzajemnih skladov pretresla finančna afera, ki je bolj znana pod imenom Dadas. V tem primeru je šlo za tržno manipulacijo cen vrednostnih papirjev, ki je pripeljala do zelo visokih začetnih donosov. Od decembra 1995 pa do februarja

¹⁰ Po ZISDU so lahko vzajemni skladi v Sloveniji v tujino investirali le do 10 odstotkov svojega premoženja.

1996 so bili pritoki neto denarja v vzajemne sklade Proficie Dasad večji kot neto pritoki v vse ostale slovenske vzajemne sklade skupaj. Umetno napihovanje cen delnic in s tem donosa vzajemnih skladov preko mehanizma medsebojnega trgovanja in manipulacije cen vrednostnih papirjev je sledilo vse do marca 1996, ko je ATVP omejila naložbe v vzajemne sklade in odvzela dovoljenje za upravljanje vzajemnih skladov družbi Proficie Dadas. Primer Dadas je bil prvi in do sedaj največji primer izgub, ki so jih utrpeli slovenski vlagatelji. Ocenjuje se, da so vlagatelji v tej aferi izgubili približno 6 milijard tolarjev oziroma dobrih 25 milijonov evrov. Zaradi afere Dadas je slovenski kapitalski trg s strani vlagateljev v naslednjih letih izgubil precej zaupanja. Posledično se je to nedvomno odrazilo tudi na razvoju trga vzajemnih skladov.

Slika 2: Gibanje števila vzajemnih skladov in neto sredstev na prebivalca v vzajemnih skladih v Sloveniji, v letih 2000–2007*



* Podatki za leto 2007 se nanašajo na zadnji dan v mesecu juniju oz. konec prve polovice omenjenega leta.
Vir: Spletni portal finančna točka, 2007.

Zaradi približevanja Slovenije Evropski uniji je bilo treba dopolniti in nekoliko spremeniti zakonodajo, ki je obravnavala področje delovanja vzajemnih oziroma investicijskih skladov. Tako je bil 29. novembra 2002 sprejet nov Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). V veljavo je stopil 2. januarja 2003 in nadomestil do takrat veljavni zakon ZISDU.

Novo sprejeti zakon (ZISDU-1) ureja delovanje investicijskih skladov in družb za upravljanje ter dodaja dve novi področji, in sicer področje dobro poučenih vlagateljev in področje pokojninskih vzajemnih skladov. Zakon je uvedel pomembne novosti, ki zadevajo delovanje vzajemnih skladov. Zakon je odpravil 10-odstotno omejitev investiranja v tuje vrednostne

papirje, omogočil možnost vlaganja v enote in delnice drugih investicijskih skladov ter vlaganje v izvedene finančne instrumente, uvedel pa je tudi institut banke skrbnice. Če povzamemo s stališča vzajemnih skladov, je nov zakon prinesel precej pozitivnih sprememb in novosti, ki vlagateljem ponujajo bistveno večjo razpršenost tveganja njihovih naložb, kot je bilo to možno do nedavnega. Hkrati pa so lahko družbe za upravljanje začele investirati na tuje trge in posledično se je odprla možnost za nastajanje novih vzajemnih skladov, ki so začeli pokrivati različna tuja naložbena področja. Vzajemni skladi so se morali s tem novim zakonom (ZISDU-1) uskladiti v obdobju dveh let, kar pomeni do konca leta 2004.

Naknadno so bili v okviru novega zakona s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev sprejeti še dodatni podzakonski akti, ki še dodatno pojasnjujejo ZISDU-1. V aprilu leta 2005 je bila sprejeta dodatna novela ZISDU-1A. V tem primeru gre za dodatno urejanje vsebin, ki zaradi svoje narave hitrega spreminjanja ne sodijo v zakon. S tem se pokaže, kako veliko in obsežno je območje, ki ureja delovanje investicijskih skladov in družb za upravljanje.

Posledično je povsem realno pričakovati, da se bodo tudi v prihodnje dodatno urejala in usklajevala področja, ki pokrivajo delovanje investicijskih oziroma vzajemnih skladov in družb za upravljanje.

S sprejemanjem zakonov, podzakonskih aktov in posameznih novel želi zakonodajalec zasledovati naslednja zelo pomembna temeljna načela:

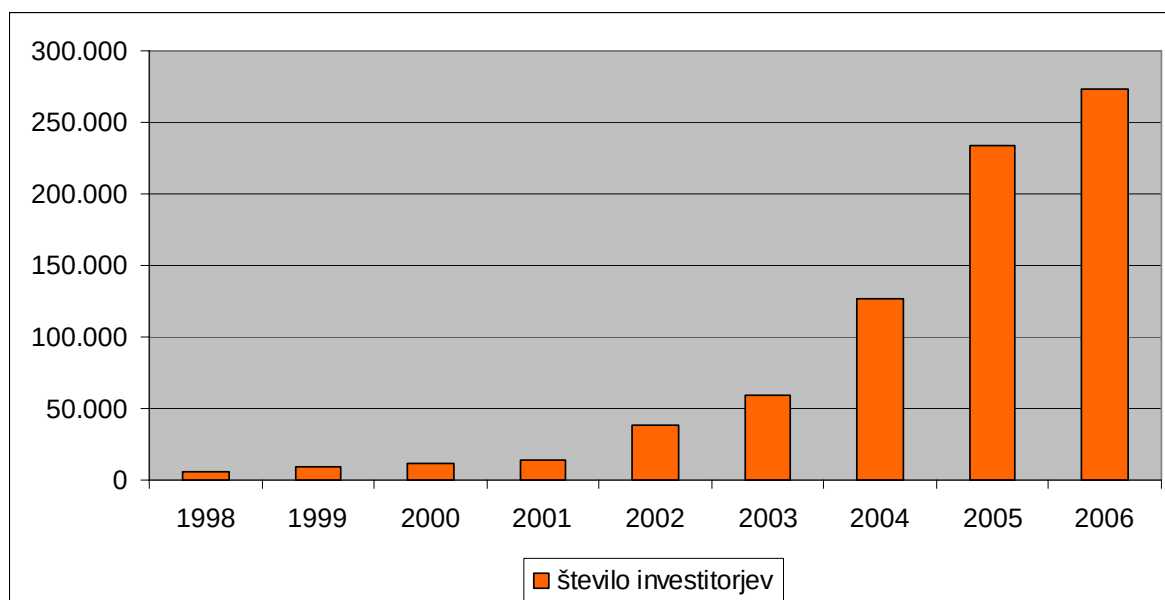
- načelo varovanja vlagateljev (gre za varovanje tako dobro poučenih vlagateljev kot tudi vseh ostalih vlagateljev v investicijske oziroma vzajemne sklade);
- načelo varstva trga;
- načelo transparentnosti oziroma preglednosti pri poslovanju investicijskih oziroma vzajemnih skladov.

Konec leta 2006 se je na spletnih straneh Vlade Republike Slovenije pojavil predlog novele Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1B). Sredi maja 2007 je bila omenjena novela zakona sprejeta na Vladi Republike Slovenije in je šla nato naprej v obravnavo skozi parlamentarni postopek. Predvideva se, da bo sprejeta ob koncu letošnjega leta.

Bistvena sprememba, ki pa še naprej ostaja odprta, naj bi bila obdavčitev oblikovanja krovnih skladov. Ustanovitev krovnih skladov bi pomenila, da bi lahko vlagatelji znotraj posameznega krovnega sklada prenašali svoj denar iz enega vzajemnega sklada v katerikoli drugi vzajemni sklad brez kakršnihkoli stroškov. Drugače povedano, prodaja točke enega vzajemnega sklada se ne bi štela kot prodaja in s tem investitorjem ne bi bilo treba konec leta oddati napovedi za odmero kapitalskega dobička. Vstopnih ali izstopnih stroškov pri prehodih med vzajemnimi skladi znotraj posamezne družbe za upravljanje pa že sedaj nekateri DZU-ji ne zaračunavajo. Eden izmed teh je tudi KD Investments d.o.o.

Sprejetje omenjenega predloga, ki bi omogočal neobdavčen prehod med posameznimi vzajemnimi skladi posamezne družbe za upravljanje, bi nedvomno zelo pozitivno vplivalo na nadaljnji razvoj trga vzajemnih skladov v Sloveniji. Investitorjem bi s tem omogočili še nekaj dodatne finančne varnosti oziroma stabilnosti, saj bi lahko v primeru večjih korekcij ali depresij na finančnih trgih svoje premoženje preselili iz bolj tveganih delniških skladov v manj tvegane obvezniške ali vzajemne sklade denarnega trga. Obratno pa bi lahko investitorji storili v primeru pozitivnih ali nadpovprečnih rasti na posameznih finančnih trgih. Tukaj bi bile v dodatni prednosti tiste družbe za upravljanje, ki imajo izoblikovano široko paleto ponudbe posameznih vzajemnih skladov. Tukaj mislim na to, da ponujajo tako delniške, mešane, obvezniške kot tudi vzajemne sklade denarnega trga.

Slika 3: Gibanje skupnega števila Slovenskih investorjev v vzajemnih skladih v obdobju od konca leta 1998 do 2006



Vir: Lubej, 2005; Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2007.

Iz Slike 2 (na str. 11) in Slike 3 je razvidno, da se je slovenski trg vzajemnih skladov začel pospešeno razvijati po letu 2001. Od leta 2002 naprej sta se število investorjev v vzajemne sklade in znesek neto sredstev na investitorja v vzajemnih skladih začela opazno zviševati. Vzroke za večje zanimanje za investiranje v vzajemne sklade med slovenskim prebivalstvom lahko v prvi fazi iščemo v povečani donosnosti naložb na ljubljanski borzi. Če se spomnimo nekoliko za nazaj, sta se ravno v letu 2002 odvijali prvi dve zelo odmevni prevzemni zgodbi v Sloveniji. Ljubljansko farmacevtsko podjetje Lek je prevzel švicarski Novartis. Med Pivovarno Laško in belgijskim pivovarjem Interbrew pa se je začel boj za večinski delež v Pivovarni Union. Posledično so cene delnic Leka in Pivovarne Union poskočile. V drugi fazi lahko rečemo, da so se začele spreminjati tudi varčevalne navade investorjev, ki so se začeli ozirati po donosnejših načinih investiranja v primerjavi z bančnimi depoziti. V tretji fazi pa je na razvoj pomembno vplivala že omenjena sprememba zakonodaje ob koncu leta 2002 (ZISDU-1).

V Sloveniji je število vzajemnih skladov začelo naraščati z zamikom približno enega leta glede na število investorjev in neto sredstev na investitorja v vzajemnih skladih. Vzrok lahko pripišemo spremembi zakonodaje, ki je, kot smo že zapisali, začela veljati v začetku leta 2003. Neto sredstva na prebivalca so se v letu 2002 glede na leto prej povečala za rekordnih 293,55 odstotka. Rast neto sredstev se je nadaljevala tudi v letu 2003, in sicer je znašala 63,11 odstotka.

Razvoj trga slovenskih vzajemnih skladov je eno izmed najpomembnejših prelomnic v svoji zgodovini doživel v letu 2004. Neto sredstva na prebivalca v vzajemnih skladih so se v primerjavi s preteklim letom povečala za dobrih 118 odstotkov in v absolutnem znesku presegla vrednost 400 €. Število vlagateljev v vzajemne sklade se je v primerjavi s predhodnim letom 2003 več kot podvojilo in preseglo znesek 126.000. Prvič v zgodovini slovenskega trga vzajemnih skladov se je opazno povečalo tudi število novoustanovljenih domačih vzajemnih skladov. Ponudniki slovenskih vzajemnih skladov so začeli zaznavati, da so vlagatelji zaradi vse nižjih obrestnih mer pripravljeni vedno več investirati v vzajemne sklade. Dodaten razlog za hiter razvoj trga vzajemnih skladov v Sloveniji pa je bila tega leta tudi zelo visoka rast na slovenskem kapitalskem trgu.

V drugi polovici leta 2004, še bolj pa v naslednjih letih, se je konkurenca na trgu vzajemnih skladov v Sloveniji še dodatno zaostila. V začetku leta 2005 je bilo tako poleg 33 domačih vzajemnih skladov na trgu prisotnih že 10 vzajemnih skladov tujih upravljavcev. Prvi ponudnik in oglaševalec tujih vzajemnih skladov v Sloveniji je postala Raiffeisen Krekova banka. Kmalu so tudi ostale tuje banke, ki so prisotne na slovenskem finančnem trgu začutile, da slovenski trg vzajemnih skladov še ni zasičen, da obstajajo tržne niše in na podlagi teh ugotovitev so začele in še znižujejo tržni delež slovenskim ponudnikom vzajemnih skladov. V okviru tržne niše lahko rečemo, da v tistem času slovenski ponudniki vzajemnih skladov še vedno niso imeli na voljo tako široke palete, da bi lahko potencialnim investorjem omogočili investiranje v posamezne bolj specifične geografske regije ali panoge oziroma sektorje. Primer tega je vzajemni sklad Raiffeisen Osteuropa Aktien. Konec leta 2004 in v prvi polovici naslednjega leta slovenski ponudniki vzajemnih skladov niso imeli na voljo vzajemnega sklada, ki bi investorjem omogočil investiranje v visoko perspektivno regijo Vzhodne Evrope. Poleg tega pa je omenjeni vzajemni sklad v tem obdobju imel za sabo zelo visoke pretekle donose¹¹. Posledično se je veliko slovenskih investorjev odločilo¹² za omenjeni vzajemni sklad.

¹¹ Na zadnji dan v mesecu juniju 2005 je enoletni pretekli donos za vzajemni sklad Raiffeisen Osteuropa Aktien znašal slabih 40 odstotkov, triletni pretekli donos pa kar dobrih 120 odstotkov.

¹² Po pogovoru z zaposlenimi na Finančnih točkah KD, ki so bili zaposleni že v tistem času, sem izvedel, da so ljudje precej masovno prenašali svoj investiran denar iz domačih vzajemnih skladov v tuje oziroma v tem primeru Raiffeisen Osteuropa Aktien in še nekatere druge. Glavni vzrok je bil visok pretekli donos, ki ga domači vzajemni skladi zaradi svoje naložbene politike pred sprejetjem novega zakona ZISDU-1 niso mogli dosegati. Drugi pomembnejši vzrok, ki so ga investitorji navajali, pa je bila skromnejša ponudba slovenskih vzajemnih skladov.

Kmalu za tem so svoje vzajemne sklade na slovenskem trgu ponudile tudi ostale tuje banke, ki poslujejo v Sloveniji, in sicer Pioneer Investments Austria (prej Capital Invest), Eurizon Capital (prej Sanpaolo IMI AM), SGAM Luxembourg S.A., Hypo Kapitalanlage Gesellschaft in Volksbank. V začetku julija 2005 je svoje vzajemne sklade na trg plasirala tudi KD BPD d.o.o. Skladi so bolj znani pod imenom KD DeLux. Poleti 2006 pa je svoje sklade na slovenskem trgu začela ponujati tudi družba za upravljanje KD Investments Slovaška.

Soočene z vse močnejšo konkurenco so Slovenske družbe za upravljanje v letu 2004 in 2005, še bolj izrazito pa v letu 2006, začele na trg plasirati velike količine novih vzajemnih skladov. Tako smo sredi maja 2005 s strani slovenskih upravljalcev vzajemnih skladov dobili prvi vzajemni sklad denarnega trga in prvi vzajemni sklad skladov. Oba sklada je na trg poslala DZU KD Investments d.o.o. S tema skladoma je slovenski trg vzajemnih skladov končno dobil vse tako imenovane osnovne oblike vzajemnih skladov¹³.

Kmalu so sledili razni geografsko in panožno usmerjeni vzajemni skladi. Slovenski upravljalci so investitorjem začeli ponujati vzajemne sklade, ki omogočajo investiranje v posamezne regije ali panoge, kot so svetovni trgi v razvoju, razvijajoči se trgi Vzhodne Evrope, posamezni kontinenti (Azija, Severna Amerika, Avstralija z Oceanijo, Evropa), posamezne države (Indija, Turčija, Rusija) in posamezne panoge oziroma sektorje (surovine, energija, zlato, voda, tehnologija, alternativna energija).

Svojevrstna posebnost pa je bila sočasna uvedba treh različnih vzajemnih skladov s strani treh različnih družb za upravljanje, ki investirajo na območje Balkana. 24. februarja 2006 so družbe za upravljanje KD Investments d.o.o., MP d.d. in Publikum d.d. na trg poslali vsak svoj vzajemni sklad z imenom Balkan. 2. oktobra istega leta pa je svoj Balkan na trg poslala tudi Triglav DZU d.o.o. Če danes pogledamo nazaj, ugotovimo, da so bili omenjeni skladi od ustanovitve pa do danes najboljša izbira tako za posamezne družbe za upravljanje kot za posamezne investitorje. Omenjeni skladi so v proučevanem obdobju med vsemi slovenskimi vzajemnimi skladi med najdonosnejšimi, hkrati pa so posameznim družba za upravljanje prinesli tudi največ svežega denarja.

V letošnjem letu se je dinamika ustvarjanja novih vzajemnih skladov s strani slovenskih družb za upravljanje precej umirila. V prvi polovici letošnjega leta sta tako na slovenski trg vzajemnih skladov prišla le dva nova vzajemna sklada. Razlog gre pripisati že precej dopolnjeni raznovrstni ponudbi vzajemnih skladov. Dandanes slovenski upravljalci vzajemnih skladov investitorjem ponujajo široko paleto skladov in za vsakega investitorja se najde primeren vzajemni sklad. Pričakujemo lahko, da se bo ponudba slovenskih skladov v prihodnje še širila in dopolnjevala, ampak s precej bolj umirjeno dinamiko, kot se je to dogajalo v preteklih dveh oziroma treh letih. Pričakovati je, da bodo upravljalci vzajemnih skladov iskali bolj specifične investicijske priložnosti, kot so posamezne geografske regije,

¹³ Osnovna, najpogostejša oziroma najbolj enostavna delitev vzajemnih skladov le-te deli v štiri skupine, in sicer delniški, mešani, obvezniški in vzajemni skladi denarnega trga.

države ali panoge oziroma sektorji, in manj vzajemne skladi, ki bi pokrivali širša investicijska območja, kot so globalna, kontinentalna ali splošna sektorska območja.

Razlog je ravno v tem, da obstaja že precej vzajemnih skladov, ki pokrivajo ta območja in zato je neracionalno pričakovati, da bi se vzajemni skladi prekrivali ali celo podvajali pri svoji investicijski politiki.

Pri ponudbi velikih tujih ponudnikov vzajemnih skladov, opazimo, da ponujajo različne delniške vzajemne sklade, ki investirajo v isto geografsko področje (primer Evropa ali Japonska), vendar se le-ti med seboj ločijo po naložbeni politiki in načinu doseganja donosnosti. Eni investirajo v tako imenovana majhna podjetja¹⁴, drugi v srednje velika podjetja¹⁵ in tretji spet samo v velika podjetja¹⁶.

Kot primer navajam Krko, največje slovensko podjetje, ki je konec junija letos dosegla tržno kapitalizacijo v višini 4,78¹⁷ milijarde \$. Ta vrednost jo po spodaj navedeni definiciji uvršča med manjša srednje velika podjetja.

Tudi znotraj obvezniških skladov je ponudba pri tujih upraviteljih precej večja, kot je pri domačih slovenskih. Tako lahko na tujem najdemo obvezniške sklade, ki so specializirani in investirajo samo v državne obveznice, samo podjetniške obveznice, investirajo samo v obveznice z visoko kuponsko obrestno mero ali pa investirajo v obveznice iz bolj tveganih geografskih območij, kot so države v razvoju. V tujini je precej pogosta opredelitev delniških vzajemnih skladov tudi glede na naložbeno politiko doseganja donosnosti, kot so rast (growth)¹⁸ ali vrednost (value)¹⁹ naložbene usmeritve.

Mislim, da je prostora za razvoj različnih vrst in posledično tudi števila vzajemnih skladov na slovenskem trgu vzajemnih skladov še precej, bolj pa je zanimivo vprašanje, ali slovenski trg premore dovolj raznolikih investorjev in denarja, da bi vsi ti vzajemni skladi lahko tudi normalno in uspešno poslovali.

¹⁴ Po definiciji (Investopedia) se med majhna podjetja (small cap) štejejo tista podjetja, katerih tržna kapitalizacija (število delnic krat trenutna tržna cena delnice) se giblje med 300 milijoni in 2 milijardama USD.

¹⁵ Med srednja podjetja (mid cap) štejemo tista podjetja katerih, tržna kapitalizacija se giblje med 2 in 10 milijardami USD.

¹⁶ Med velika podjetja (large cap) pa štejemo tista podjetja katerih, tržna kapitalizacija presega vrednost 10 milijard USD.

¹⁷ 29. 06. 2007 je cena delnice Krke znašala 992,2 €, izdanih pa je bilo 3.542.612 delnic. Devizni tečaj €/€ je znašal 1,3505.

¹⁸ Growth naložbena politika vzajemnega sklada pomeni, da vzajemni sklad investira svoja sredstva v podjetja, ki v prihodnje obetajo visoke stopnje rasti le-tega oziroma investirajo v hitro rastoča podjetja, ki bodo predvidoma dosegala nadpovprečno visoke dobičke glede na primerljive konkurente.

¹⁹ Value naložbena politika vzajemnega sklada pomeni, da vzajemni sklad investira svoja sredstva v podvrednotena oziroma podcenjena podjetja glede na primerljive konkurente.

4. Vzajemni skladi danes

Konec prve polovice letošnjega leta smo imeli v Sloveniji registriranih trinajst družb za upravljanje. Skupaj so na slovenskem trgu vzajemnih skladov investitorjem ponujali 101 vzajemni sklad.

Največ sredstev v upravljanju med slovenskimi družbami za upravljanje je imela KD Investments d.o.o., njen tržni delež je znašal dobrih štiriindvajset odstotkov. Skupaj z NLB Skladi d.o.o. so imeli na trgu tudi največjo ponudbo vzajemnih skladov, in sicer vsak po dvanajst.

Tabela 1: Delež posameznih slovenskih DZU-jev pri upravljanju vzajemnih skladov na dan 27. 06. 2007, merjeno po obsegu čiste vrednosti sredstev v upravljanje

DZU	ČVS (mio €)	Delež (v %)
KD Investments d.o.o.	644.063,60	24,39
Triglav DZU d.o.o.	553.371,00	20,96
NLB Skladi d.o.o.	255.873,00	9,69
Probanka DZU d.o.o.	250.027,80	9,47
Publikum PDU d.d.	231.278,70	8,76
KBM Infond d.o.o.	142.503,40	5,40
Medvešek Pušnik DZU d.d.	134.703,90	5,10
Abančna DZU d.o.o.	123.550,10	4,68
Ilirika DZU d.o.o.	110.784,40	4,20
Primorski skladi d.d.	90.770,70	3,44
Perspektiva DZU d.o.o.	52.835,30	2,00
Krekova družba DZU d.o.o.	34.221,80	1,30
NFD d.o.o.	16.431,00	0,62
SKUPAJ	2.640.414,70	100,00

Vir: Spletni portal Finančna točka, 2007.

Za primerjavo, konec leta 2002 je bilo v Sloveniji enajst družb za upravljanje. Med njimi je bila z kar dobrimi šestdesetimi odstotki prav tako največja DZU KD Investments d.o.o. Vse skupaj kaže na to, da se je v zadnjih letih konkurenca na trgu slovenskih vzajemnih skladov precej zaostрила.

Vse slovenske družbe za upravljanje skupaj so imele v vzajemnih skladih v upravljanju dobre 2,64 milijarde €, kar pomeni, da je bilo v enem slovenskem vzajemnem skladu v povprečju investiranih 26,1 milijona €. Konec meseca junija je bil največji slovenski vzajemni sklad Triglav Steber 1, ki je imel v upravljanju dobrih 474 milijonov €, najmanjši pa je bil MP-Gold.si, ki je imel v upravljanju 0,136 milijona €.

Slovenija je konec lanskega leta imela znesek neto sredstev na prebivalca v vzajemnih skladih v višini 961 €. Do konca prve polovice letošnjega leta je ta znesek narasel že na 1.320 €. V primerjavi s podobno razvitimi državami v Evropski uniji, kot so Portugalska, Grčija ali celo

Španija, po tem kazalcu še vedno precej zaostajamo. Smo pa opazno pred državami (Češka, Madžarska), s katerimi smo skupaj vstopili v Evropsko unijo leta 2004. Tabela 2 jasno kaže na to, da se bo trg vzajemnih skladov v Sloveniji v naslednjih letih najverjetneje še precej hitro razvijal.

Tabela 2: Neto vrednost sredstev v vzajemnih skladih na prebivalca, vrednost bruto domačega proizvoda na prebivalca po pariteti kupne moči in izračunanega razmerja med njima za izbrane države konec leta 2006

(1) DRŽAVA	(2) NETO SREDSTVA NA PREBIVALCA V VZAJEMNIH SKLADIH V €	(3) BDP (PPP ²⁰) P.C. V €	(4)=(2)/(3)
Avstralija	31.974	25.006	1,28
ZDA	26.442	32.982	0,80
Francija	22.006	23.261	0,95
Španija	6.414	20.894	0,31
Japonska	3.445	24.785	0,14
Nemčija	3.134	23.607	0,13
Portugalska	2.238	17.216	0,13
Grčija	1.886	19.720	0,10
Braziliya	1.685	6.915	0,24
Južna Afrika	1.250	9.715	0,13
Slovenija	961	18.101	0,05
Madžarska	539	14.849	0,04
Češka	508	17.537	0,03
Mehika	456	8.540	0,05
Indija	40	2.837	0,01
Svet	2.535	7.744	0,33

²⁰ PPP je oznaka za pariteto kupne moči (purchasing power parity).

Vir: ICI Fact book, 2007; Worldbank, 2007; Wikipedia, the free encyclopedia, 2007; Lastni izračuni

Stolpec (4) v Tabeli 2 kaže razmerje med neto sredstvi na prebivalca v vzajemnih skladih v € in bruto domačim proizvodom po pariteti kupne moči na prebivalca za posamezno država prav tako v €. Drugače povedano, kaže, koliko € neto sredstev je v vzajemnih skladih posamezne države na eno enoto BDP-ja. Tudi glede na ta kazalnik je jasno razvidno, da Slovenija še precej zaostaja za BDP (PPP) p.c. primerljivimi državami.

V Sloveniji ostaja še veliko prostora na področju pokojninskega varčevanja. Slovenska populacija namreč temu varčevanju še vedno ne namenja velike pozornosti, poleg tega pa je delež sredstev, ki je namenjen varčevanju za pokojnine v vzajemnih skladih, zelo nizek. Za primerjavo naj povem, da je bilo v ZDA konec leta 2005, kar 24 odstotkov sredstev zbranih na podlagi pokojninskih načrtov (Investment Company Institute Fact book 2006).

Če vzamem, da sta za Slovenijo najbolj primerljivi državi v Evropski uniji po BDP (PPP) p.c. Portugalska in Grčija, potem lahko predvidevam, da ima Slovenija kar glede neto sredstev v vzajemnih skladih še vedno 130 odstotkov²¹ prostora za rast²². V primerjavi z najbolj razvitimi državami na področju vzajemnih skladov po svetu pa še veliko več.

V letu 2007 se je trend pospešenega razvoja trga vzajemnih skladov v Sloveniji intenzivno nadaljeval. Pričakovati gre, da se bo smer tovrstnega razvoja nadaljevala tudi v prihodnjih letih, sama hitrost²³ pa bo odvisna tudi od dogajanja na slovenskem in ostalih svetovnih trgih vrednostnih papirjev.

4.1 Primerjava porazdelitve trga vzajemnih skladov v Sloveniji in Združenih državah Amerike

Združene države Amerike so z vidika zgodovinskega razvoja in trenutnega stanja najbolj razvit trg vzajemnih skladov na svetu. Na drugi strani pa je slovenski trg vzajemnih skladov, ki je v primerjavi z ZDA še zelo mlad in ima zelo kratko zgodovino. V spodnji primerjavi bom podrobneje analiziral tako imenovano osnovno porazdelitev vzajemnih skladov glede na neto sredstva v vzajemnih skladih za obe državi.

Investitorji v ZDA aktivno vlagajo v vzajemne sklade že več kot petdeset let. Skozi vsa ta leta so Američani na trgih vrednostnih papirjev doživeli že veliko različnih situacij. Od visokih in večletnih obdobj, ko so trgi samo rasli, pa do večletnih obdobj depresij in negativnih donosov. Skozi vsa ta leta so investitorji v Ameriki spoznali, da je treba svoja sredstva pametno in racionalno razpršiti, v sklade investirati dolgoročno in da ni vedno smiselno na prvo mesto postavljati samo donos, ampak tudi varnost in likvidnost. Iz Slike 4 (str. 20) je razvidno, da imajo investitorji, ki investirajo v ameriške vzajemne sklade, svoja sredstva precej razpršena med osnovne vrste vzajemnih skladov. Manjši delež sredstev odpade le na mešane vzajemne sklade (6,4 odstotka), za katere pa so mnogi mnenja, da jih lahko investitorji sami oblikujejo s sebi ustreznim razmerjem med delniškimi in obvezniškimi vzajemnimi skladi.

Dolgoletne izkušnje so ameriške vlagatelje izučile, da v svojih portfeljih precej aktivno uporabljajo obvezniške sklade. V kolikšni meri je odvisno od investitorja kot posameznika in seveda tudi trenutnih razmer na trgih vrednostnih papirjev. Za ameriške investitorje je na

²¹ Izračun: $((((0,1 - \text{Grčija} + 0,13 - \text{Portugalska}) / 2) / 0,05 - \text{Slovenija}) - 1) \times 100 \% = 130 \%$

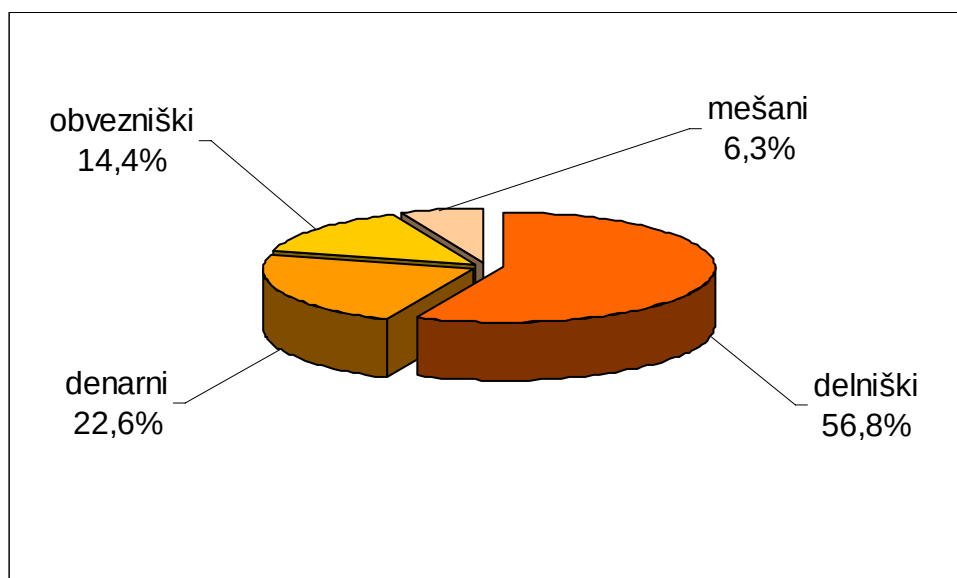
²² Predvidevanje sem oblikoval glede na izhodiščni datum 31. 12. 2006.

²³ V primeru daljše večmesečne stagnacije ali celo upada tečajev vrednostnih papirjev na pomembnejših svetovnih borzah je realno pričakovati, da se lahko neto denarni tokovi v slovenske vzajemne sklade občutneje zmanjšajo ali v najslabšem primeru celo dosežejo negativne vrednosti. Na daljši rok več let pa vidim precej večjo verjetnost, da se bo slovenski trg vzajemnih skladov glede neto prilivov v vzajemne sklade pozitivno razvijal še naprej.

splošno značilno, da precej aktivno uporabljajo obveznice in posledično tudi obvezniške vzajemne sklade. Še posebej je to opazno v primeru bolj razgibanega dogajanja na borzi.

Vidimo lahko, da ameriški vlagatelji uporabljajo tudi vzajemne sklade denarnega trga. Na finančnih trgih zahodnih držav je običajno, da investitorji vzajemne sklade denarnega trga v veliki meri uporabljajo kot alternativo vezanim bančnim vlogam in depozitom. Precej pogosta je tudi uporaba vzajemnih skladov denarnega trga v kombinaciji s kreditnimi karticami²⁴.

Slika 4: Prikaz porazdelitve Ameriškega trga vzajemnih skladov glede na neto sredstva v vzajemnih skladih določenega naložbenega tipa konec leta 2006



Vir: ICI Fact book, 2007.

Največji delež odpade na delniške vzajemne sklade (56,8 odstotka) z različnimi usmeritvami in naložbenimi politikami, ker je nenazadnje tudi razumljivo, saj je investiranje v vzajemne sklade namenjeno na dolgi rok, ki pa investitorjem dopušča, da lahko pričakujejo višje donose.

Slika 5 razkriva, da je stanje pri slovenskih investitorjih v vzajemne sklade opazno drugačno kot pri ameriških.

V Sloveniji investitorji praktično ne uporabljajo vzajemnih skladov denarnega trga. Eden izmed razlogov je precej kratka zgodovina te vrste skladov pri nas, poleg tega pa ga trenutno ponujata le dve družbi za upravljanje²⁵. Drugi precej opazen vzrok pa je nepripravljenost

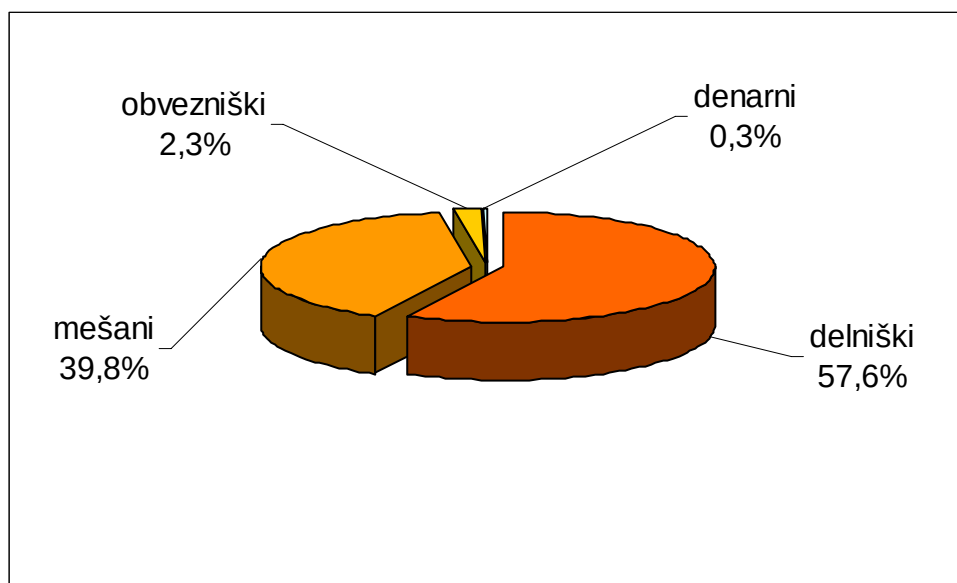
²⁴ Vzajemni skladi denarnega trga svojim investitorjem omogočajo, da preko kreditne kartice plačujejo za svoje nakupe in podobno, ne omogočajo pa neposrednega dviga gotovine. Vzajemni skladi delujejo po principu, da je za izplačilo denarja navadno potrebnih nekaj delovnih dni, zato je gotovino nemogoče takoj izplačati. Tudi pri nakupu v trgovini s kreditno kartico nam odtrgajo znesek šele v roku nekaj dni.

²⁵ Vzajemni sklad denarnega trga v svoji paleti vzajemnih skladov investitorjem ponujata DZU KD Investments d.o.o. in Abančna DZU d.o.o.

investitorjev investirati v vzajemni sklad, ki prinaša donos v obliki nekaj odstotnih točk na letni ravni.

Zelo podobna je slika pri obvezniških skladih, s to razliko, da je ponudba in tradicija teh skladov v Sloveniji že precej večja oziroma daljša.

Slika 5: Prikaz porazdelitve Slovenskega trga vzajemnih skladov glede na neto sredstva v vzajemnih skladih določenega naložbenega tipka konec leta 2006



Vir: Spletni portal Finančna točka, 2007.

V Sloveniji velik delež neto sredstev odpade na mešane vzajemne sklade (kar 39,8 odstotka). Eden izmed vzrokov za tako visoko zastopanost mešanih vzajemnih skladov je vsekakor zgodovina slovenskega trga. V začetku slovenski vzajemni skladi, kot sem že zapisal, niso smeli v večji meri investirati v tujino. Posledično je bilo za slovenski trg vzajemnih skladov običajno, da so posamezne družbe za upravljanje ponudile en delniški in en mešani vzajemni sklad. Velika večina slovenskih mešanih vzajemnih skladov je bila posledično ustanovljena pred letom 2003. Omenjeni skladi imajo zato daljšo zgodovino in tradicijo, kar je tudi eden izmed razlogov, da je v njih še precej denarja. Se pa delež teh skladov v celotnih sredstvih občutno in vztrajno zmanjšuje. Konec leta 2002 je delež vseh sredstev v mešanih vzajemnih skladih znašal 73,9 odstotka, konec leta 2005 pa 43,1 odstotka (Spletni portal Finančna točka, 2007). Pomembno je omeniti, da imajo slovenski mešani vzajemni skladi v svojem portfelju precej visok delež delnic²⁶. Posledično lahko rečem, da gre za precej agresivne in močno delniško usmerjene vzajemne sklade, ker še dodatno dviguje stopnjo tveganja slovenskim vzajemnim skladom kot celoti.

Delež delniških vzajemnih skladov se v Sloveniji iz leta v leto povečuje. Mešane vzajemne sklade so iz prvega mesta po deležu neto sredstev izpodrinili oktobra 2005, kar je ravno v

²⁶ Prvih šest največjih mešanih slovenskih vzajemnih skladov je imelo v tehtanem povprečju glede na velikost sklada na zadnji dan v mesecu juliju 2007 v svojem portfelju 71,5 odstotka svojih naložb investiranih v delnice.

času, ko so se na slovenskem trgu vzajemnih skladov začeli množično pojavljati novi delniški skladi.

Sama struktura oziroma porazdelitev sredstev po osnovnih vrstah vzajemnih skladov v Sloveniji kaže na to, da se trg slovenskih vzajemnih skladov oziroma navade slovenskih investitorjev precej razlikujejo od tistih v Združenih državah Amerike. Slovenski investitorji v veliki meri investirajo le v višje tvegane delniške sklade²⁷ in svoja sredstva precej manj razpršujejo v nižje tvegane obvezniške in sklade denarnega trga. Za mešane vzajemne sklade lahko rečem, da so nekakšna izrazitejša posebnost slovenskega trga vzajemnih skladov, predvsem zaradi njegove specifične zgodovine. Povprečen slovenski investitor v obdobju, odkar obstajajo vzajemni skladi pri nas, dejansko še ni bil deležen resnejše korekcije, recesije in posledično daljšega upada vrednosti enot posameznih delniških skladov. Imeli smo nekaj mesečne stagnacije donosov vzajemnih skladov, ampak resnejših daljših obdobj, kjer bi vzajemni skladi izgubili tudi po več deset odstotkov, še nismo imeli. Posledično lahko rečem, da so slovenski investitorji kar nekoliko razvajeni in že posledično pričakujejo, da bodo vzajemni skladi le rasli. Verjetno bomo v Sloveniji morali dati skozi še nekaj let in doživeti in dati skozi obdobja, ki so jih izkusili v Ameriki, šele potem se bo tudi pri nas začeli zavedati, da je treba sredstva razpršiti, investirati na daljši rok in kdaj dati prednost tudi varnosti in stabilnosti pred nerealno visokimi pričakovanimi donosi. Ko se bo to zgodilo, bo tudi pogled na porazdelitev vzajemnih skladov na slovenskem trgu najverjetneje precej bolj podoben tistemu v Združenih državah Amerike.

5. Splošni dejavniki razvoja vzajemnih skladov

Vzajemni skladi na globalni ravni iz leta v leto postajajo vedno bolj pomembna in priljubljena oblika investiranja presežnih denarnih sredstev prebivalstva. Še v devetdesetih letih prejšnjega tisočletja so se vzajemni skladi v največji meri pojavljali le v visoko razvitih državah. V zadnjem desetletju pa se je njihov obstoj in razvoj pospešeno razširil tudi na mnoge druge svetovne države (Investment Company Institute Fact book, 2007).

Na razvoj vzajemnih skladov vplivajo različni dejavniki. Eno najobširnejših študij o dejavnikih, ki vplivajo na razvoj vzajemnih skladov v posamezni državi, so izdelali Khorana, Serves in Tufano (2004). V svoji analizi so testirali vzorec 56 držav in na podlagi različnih hipotez ugotavljali, kateri so tisti dejavniki, ki vplivajo na hitrejši ali počasnejši razvoj vzajemnih skladov v določeni državi. Dejstvo je, da so vzajemni skladi v določenih državah precej bolj razviti kot v drugih, da se v nekaterih državah razvijajo hitreje kot v drugih. Pri pojasnjevanju in ugotavljanju teh razlik so najprej določili naslednje štiri spremenljivke, ki naj bi imele po osnovni ekonomski logiki vpliv na hitrost razvoja, rast in velikost posameznih vzajemnih skladov:

²⁷ Delež investiranih sredstev v slovenske delniške vzajemne sklade se iz meseca v mesec povečuje.

Pravna ureditev države – razdeljena na tri dejavnike, in sicer:

- učinkovitost pravnega sistema države – učinkovitost pravnega sistema se odraža na splošnem odnosu do gospodarstva; po njihovem mnenju, naj bi investitorji več investirali v vzajemne sklade tistih držav, ki imajo učinkovitejši pravni sistem;
- zakonsko ureditev, ki ureja delovanje vzajemnih skladov – sem sodijo razni zakoni in predpisi, ki v posamezni državi urejajo področje delovanja vzajemnih skladov; raziskovalci predvidevajo, da naj bi investitorji več investirali v vzajemne sklade tistih držav, ki imajo preglednejšo zakonodajo in bolj zaščitene pravice investitorjev;
- davčno ureditev posamezne države – določa davčne pritiske na investitorje in s tem tudi pomembno vpliva na njihove investicijske odločitve.

Na razvoj in velikost vzajemnih skladov lahko vplivajo dejavniki s strani povpraševanja – med katere uvrščajo:

- značilnosti prebivalstva – predvidevajo, da bodo vzajemni skladi bolj razviti, če bodo imeli investitorji več informacij, več izkušenj, boljše premoženjsko stanje in bodo bolje poučeni; sem sodijo spremenljivke, kot so BDP na prebivalca, stopnja izobrazbe in dostopnost do različnih virov informacij;
- starost vzajemnih skladov – predpostavljajo, da starejši ko bodo vzajemni skladi v določeni državi, bolj bodo tudi razširjeni;
- potencialna velikost trga vzajemnih skladov – večji ko naj bi bil le-ta, večja naj bi bila možnost za razvoj vzajemnih skladov; spremenljivka, s katero merijo velikost trga, je opredeljena kot število prebivalcev posamezne države.

Na razvoj in velikost vzajemnih skladov lahko vplivajo dejavniki s strani ponudbe – mednje sodijo:

- število prodajnih kanalov – večje, ko naj bi bilo število raznih enot, preko katerih lahko investitorji pristopijo in investirajo v vzajemne sklade, večje naj bi bila hitrost rasti in razvoja vzajemnih skladov;
- čas in stroški, ki so potrebni pri zbiranju dovoljenj za pričetek delovanja vzajemnega sklada – raziskovalci menijo, da naj bi bil optimalni čas za ustanovitev sklada šestdeset dni; med državami, zajetimi v raziskavo, je bil ta čas najkrajši pri Novi Zelandiji (osemindvajset dni) in najdaljši pri Maleziji (kar dvesto sedemdeset dni);
- bančni sektor – lahko s svojim delovanjem negativno ali pozitivno vpliva na razvoj trga vzajemnih skladov v posamezni državi; nekatere banke lahko v okviru svojih storitev na trgu ponujajo tudi vzajemne sklade in s tem pozitivno vplivajo na njihov razvoj, medtem ko spet druge tega ne počnejo in zaviralno delujejo na razvoj vzajemnih skladov, saj vzpodbujajo in dajejo prioriteto drugim finančnim storitvam v okviru svoje osnovne dejavnosti.

Kot zadnjo spremenljivko pa navajajo stopnjo razvoja in značilnosti trgovanja na kapitalskih trgih posameznih držav – so uvrstili:

- stroške trgovanja – nižji stroški trgovanja²⁸ naj bi pozitivno vplivali na obseg razvoja trga vzajemnih skladov v določeni državi;
- pogostost trgovanja – vzajemni skladi so zavezani, da morajo od vlagateljev, ko se ti odločijo za prodajo točk vzajemnega sklada, le-te odkupiti po neto sedanji vrednosti; posledično je čim bolj sprotno in zanesljivo poročanje o neto sedanji vrednosti točk posameznega vzajemnega sklada zelo pomembno; starejše ko so tržne cene, večjo pravico imajo vzajemni skladi za izračunavanje in določanje neto sedanje vrednosti premoženja; s tem se posledično zmanjšuje preglednost in tudi povpraševanje po vzajemnih skladih; raziskovalci v analizi kot mero kvalitete poročanja o neto sedanji vrednosti vzajemnih skladov uporabljajo pogostost trgovanja oziroma povprečni promet na domačem trgu vrednostnih papirjev.

V raziskavi je kot odvisna spremenljivka opredeljena velikost vzajemnih skladov. Izražena pa je kot delež vrednostnih papirjev v upravljanju vzajemnih skladov v vseh vrednostnih papirjih v določeni državi. V raziskavi so delniške vzajemne sklade združili z mešanimi, obvezniške pa z vzajemnimi skladi denarnega trga.

Na podlagi enostavne regresije so v svoji analizi prišli do naslednjih ugotovitev:

- Vzajemni skladi so bolj razviti v državah, kjer imajo le-ti daljšo tradicijo.
- Vzajemni skladi so prav tako bolj razviti v državah, kjer ima prebivalstvo v povprečju višjo stopnjo izobrazbe in boljše dostopnost do virov javnega obveščanja, predvsem v obliki interneta.
- Zaviralno na razvoj vzajemnih skladov vpliva velikost stroškov trgovanja.
- Pomemben vpliv na velikost vzajemnih skladov v posamezni državi ima tudi zakonska ureditev. Vzajemni skladi so bolj razviti v državah z bolj razvitim in učinkovitim pravnim sistemom.
- Med vsemi vzajemnimi skladi ima največjo pojasnjevalno moč spremenljivka bruto domači proizvod na prebivalca.
- Na delniške vzajemne sklade imata največjo pojasnjevalno moč stopnja izobrazbe prebivalstva in učinkovitost pravnega sistema, medtem ko na razvoj obvezniških vzajemnih skladov najbolj vpliva ta hitrost in način pridobivanja zahtevanih dovoljenj.

V multipli regresiji z več neodvisnimi spremenljivkami so testirali več različnih modelov in dobili naslednje rezultate:

- V prvem modelu so ugotovili, da učinkovit pravni sistem pozitivno vpliva na delovanje trga vzajemnih skladov. Hkrati pa naj bi bili vzajemni skladi večji v državah, ki preko učinkovite zakonodaje zagotavljajo boljše delovanje trga vzajemnih skladov z namenom zaščite investitorjev.

²⁸ Stroške trgovanja so opredelili kot vsoto najrazličnejših provizij, ki jih upravljavci vzajemnih skladov plačujejo, ko trgujejo z različnimi vrednostnimi papirji, ki predstavljajo aktivo posameznega vzajemnega sklada.

- V naslednjem modelu so ugotovili, da so vzajemni skladi večji v tistih državah, kjer so vstopne ovire v panogo izražene s potrebnim časom za ustanovitev in stroški ustanovitve vzajemnega sklada manjši.
- Po enem izmed proučevanih modelov naj bi bili vzajemni skladi večji v državah z učinkovitejšo zakonodajo, ki bolje ščiti investitorje, v državah z višjim bruto domačim proizvodom na prebivalca, v državah, kjer je stopnje izobrazbe med prebivalstvom višja, in v državah, kjer vzajemni skladi obstajajo dalj časa.
- V raziskavi ugotavljajo tudi, da je v modelu z dvema spremenljivkama (BDP na prebivalca in zakonska ureditev področja delovanja vzajemnih skladov) bruto domači proizvod na prebivalca manj pomemben dejavnik za hitrost razvoja vzajemnih skladov kot zakonska ureditev.
- Ugotavljajo tudi, da spremenljivki število prodajnih kanalov in število prebivalcev v posamezni državi nimata pomembnejšega vpliva na velikost in hitrost razvoja vzajemnih skladov v tej isti državi.
- V ostalih modelih ugotavljajo, da obstaja pozitivna povezanost med velikostjo vzajemnih skladov v posamezni državi in višjim bruto domačim proizvodom na prebivalca, višjo stopnjo izobrazbe in daljšim časom prisotnosti vzajemnih skladov v teh istih državah.

V zaključnem delu študije na podlagi dveh modelov ločeno analizirajo delniške in obvezniške vzajemne sklade. Rezultati so za večino proučevanih spremenljivk podobni kot za vzajemne sklade kot celoto. Kljub temu pa so prišli še do nekaterih dodatnih zaključkov:

- Delniški vzajemni skladi so opazno manjši v tistih državah, kjer se tamkajšnje banke zaradi prepovedi ne smejo ukvarjati z vrednostnimi papirji.
- V državah, kjer imajo banke večjo tržno moč, so obvezniški skladi manjši. Razlaga v tem primeru je, da banke v obvezniških in vzajemnih skladih denarnega trga vidijo resno konkurenco za svoje finančne proizvode, medtem ko delniški vzajemni skladi predstavljajo dopolnilno ponudbo med finančnimi produkti.
- Značilen vpliv na razvoj obvezniških vzajemnih skladov imata spremenljivki čas in stroški, ki so potrebni za pridobitev dovoljenj za delovanje vzajemnega sklada. Zanimivo pa je, da na razvoj obvezniških skladov naj ne bi imele pomembnejšega vpliva spremenljivke bruto domači proizvod na prebivalca, izobrazba prebivalstva in starost panoge vzajemnih skladov.
- Avtorji raziskave so ugotavljali tudi, ali trgovanje z vrednostnimi papirji na podlagi notranjih informacij, ki je seveda kaznivo, tako ali drugače vpliva na razvoj posameznih vzajemnih skladov. Ugotovili so, da v takem primeru investitorji namesto delniških vzajemnih skladov raje samostojno vlagajo v vrednostne papirje, medtem ko tovrstno dejanje nima pomembnejšega vpliva na razvoj obvezniških skladov.

6. Vplivi na denarne tokove v vzajemne sklade

6.1 Pregled literature

Ko se potencialni investitor odloča za izbiro zanj ustreznega vzajemnega sklada, se sprašuje, na podlagi katerih dejavnikov naj temelji njegova odločitev. V veliki večini primerov imajo potencialni investitorji pri sprejemanju takšne odločitve na voljo le podatke o stroških²⁹ in pretekli donosnosti posameznega vzajemnega sklada. Seveda se lahko investitorji o odločitvi ustreznega vzajemnega sklada posvetujejo z različnimi finančnimi svetovalci in strokovnjaki, a kljub temu je končna odločitev o izbiri vzajemnega sklada še vedno samo njihova. Strokovnjaki in poznavalci tega področja si zato že več desetletij prizadevajo ugotoviti, kateri so tisti dejavniki, ki najbolj vplivajo na izbiro vzajemnih skladov s strani investorjev. Poleg tega ugotavljajo, ali obstajajo kakršne koli povezave med izbiro posameznega vzajemnega sklada, njegovim preteklim donosom, stroški, oglaševanjem in še katerimi drugimi dejavniki, ki vplivajo na njegovo poslovanje.

Lubej (2005) navaja nekatere najbolj pogoste vzroke za zamenjavo vzajemnega sklada. Prvi razlog, ki povzroča prilive oziroma odlive denarja iz vzajemnih skladov, so razmere na kapitalskih trgih. Zamenjava vzajemnega sklada je v tem primeru smiselna, če smo priča obdobju iztekanja rasti ali padanja vrednosti vrednostnih papirjev. Primer tega je bilo stanje na svetovnih kapitalskih trgih v začetku leta 2000, ko so delniški tečaji po večletni skorajda neprekinjeni rasti začeli padati. Dejansko je ta trenutek zamenjave trenda na trgu vrednostnih papirjev zelo težko napovedati in posledično še težje zadeti. Vendar pa nekateri upravljavci vzajemnih skladov in izkušeni investitorji dokazujejo, da je tudi to možno. Razlog za zamenjavo vzajemnega sklada je lahko bližanje naložbenemu cilju investitorja. Nekdo, ki dalj časa varčuje za avtomobil, se prej ali slej tudi odloči in izvede njegov nakup. Posledično je povsem logično, da ta isti investitor denar vzame iz vzajemnega sklada. Dolgoročni investitorji v vzajemne sklade lahko ob bližanju naložbenega cilja zaradi varnosti svoj denar prestavijo iz delniških v obvezniške ali celo vzajemne sklade denarnega trga. Kot tretji razlog pa navaja občutnejšo spremembo investitorjeve naložbene politike, ki je posledica sprememb v njegovem življenju. Razlogi za takšno spremembo so lahko izguba rednega vira dohodka, nepričakovana potreba po večjem denarnem izdatku, ločitev in podobno.

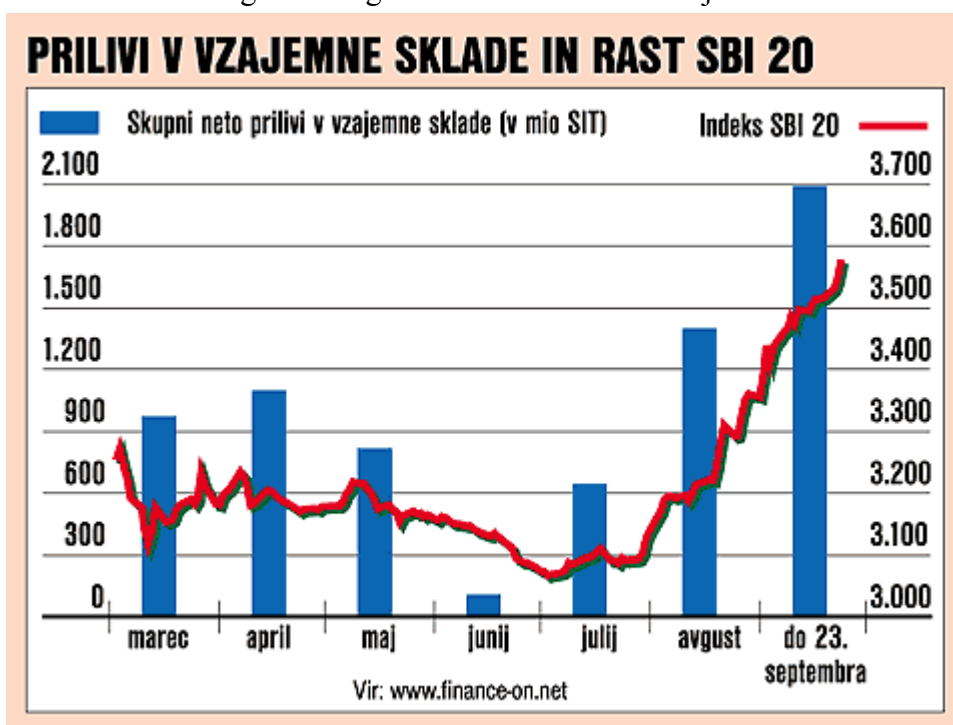
Na spletnem portalu Finance (Spletni portal Finance, 2007) ugotavljajo, da obstaja močna povezanost med neto denarnimi tokovi v slovenske vzajemne sklade in gibanjem slovenskega borznega indeksa SBI20 v obdobju od meseca marca 2003 do triindvajsetega septembra istega leta. V proučevanem obdobju so prilivi v vzajemne sklade dosledno posnemali gibanje

²⁹ Upravljalci vzajemnih skladov v mesečnih poročilih za posamezen vzajemni sklad navajajo TER oziroma total expense ratio. Ime tega kazalca pomeni, kakšni so bili celotni stroški, ki jih je imel vlagatelj pri poslovanju določenega vzajemnega sklada v navedenem obdobju. Sem pa niso všteti stroški vstopnih ali izstopnih provizij, ki jih je vlagatelj plačal ob vplačilu ali izplačilu v ta isti vzajemni sklad.

indeksa SBI20. Ko je bil le-ta v upadanju, je razvidno iz Slike 6 (na str. 27), da je bil neto denarni tok majhen, ko pa je začel rasti, se je močno okreplil tudi denarni tok.

Zaradi že navedenih razlogov so imeli slovenski vzajemni skladi v proučevanem obdobju večino svojega denarja investiranega v slovenske naložbe oziroma slovenske delnice³⁰. Posledično je bila rast enot premoženja slovenskih vzajemnih skladov v veliki meri odvisna od dogajanja na slovenskem delniškem trgu. Iz tega primera je razvidno, da je imel na neto prilive precejšen vpliv pretekli donos.

Slika 6: Primerjava gibanja neto denarnih prilivov v slovenske vzajemne sklade in slovenskega borznega indeksa SBI20 v obdobju od 01. 03. 2003 do 23. 07. 2003



Vir: Spletni portal Finance, 2007.

Sirri in Tufano (1998) sta analizirala različne dejavnike, ki vplivajo na neto denarne prilive v vzajemne sklade. V svojo analizo sta zajela vzorec 690 različnih vzajemnih skladov v obdobju od leta 1971 do 1990. V omenjenem obdobju so izbrani skladi predstavljali 87 odstotkov vseh sredstev v vzajemnih skladih. Avtorja ugotavljata, da obstaja zelo močna povezava med neto denarnimi prilivi v vzajemne sklade in vzajemnimi skladi, ki se po preteklem donosu v proučevanem obdobju uvrščajo med prvih dvajset odstotkov, medtem ko je pri ostalih skladih ta povezava precej šibka. Najdonosnejši skladi so bili s strani investorjev deležni občutnega bonusa v obliki višjih neto prilivov. Avtorja navajata, da naj bi bila po mnenju ekonomistov prodaja vzajemnih skladov s stroškovnega vidika zelo

³⁰ V mesecu marcu 2003 je bil delež slovenskih delnic v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov 61,89 odstotka, medtem ko je delež tujih vrednostnih papirjev znašal 2,02 odstotka. V mesecu avgustu istega leta pa je delež slovenskih delnic v celotnih sredstvih slovenskih skladov še vedno znašal visokih 60,92 odstotka. Delež tujih vrednostnih papirjev pa se je povečal na 4,01 odstotka.

podobna prodajanju avtomobilov, saj obe zahtevata precej izdatkov za oglaševanje. Ugotovila sta, da vzajemni skladi, ki namenjajo več pozornosti oglaševanju prek medijev, rastejo hitreje kot ostali. Prav tako sta ugotovila, da so največje medijske pozornosti deležni po preteklem donosu najuspešnejši vzajemni skladi, hkrati pa upravljavci intenzivno oglašujejo predvsem najuspešnejše sklade, medtem ko tisti manj uspešni ostajajo pozabljeni. Avtorja sta ugotovila tudi, da so neto prilivi v vzajemne sklade občutljivi na višino provizij, vendar se nanje odzivajo različno glede na njihovo začetno velikost oziroma povečanje ali zmanjšanje. Na koncu analize pa ugotavljata, da so imeli vzajemni skladi pred letom 1990, ki sodijo pod okrilje velikih finančnih skupin, kot so Vanguard Group, Fidelity Investments ali Merrill Lynch Asset Management, boljše možnosti za višje neto denarne tokove. Razlog vidita v tem, da večje skupine, ki upravljajo zaradi svoje prepoznavnosti, znižujejo investitorjem stroške iskanja primerne vzajemnega sklada.

Ippolito (1992, str. 56) je v svoji raziskavi ugotavljal povezavo med neto denarnimi prilivi in preteklo donosnostjo vzajemnih skladov. Vanjo je vključil 143 vzajemnih skladov iz baze podjetja Weisenberger Inc., ki so v tistem času imeli v upravljanju približno osemdeset odstotkov vseh sredstev v vzajemnih skladih. Omenjene vzajemne sklade je proučeval v petindvajsetletnem obdobju, on sicer od leta 1965 do 1984. Ugotovil je, da pri proučevanih vzajemnih skladih obstaja močna statistično značilna povezava med preteklimi donosi in neto denarnimi prilivi. V omenjenem obdobju so imeli vzajemni skladi z nadpovprečnimi preteklimi donosi za razliko od tistih z nadpovprečno nizkimi preteklimi donosi pozitivne neto denarne prilive. Investitorji so v nadpovprečno uspešne vzajemne sklade investirali večje količine svežega denarja, medtem ko so ga podpovprečno uspešnim vzajemnim skladom namenili bistveno manj. Poleg tega pa bili slednji za razliko od prvih deležni tudi večjega odliva denarja. V svoji raziskavi je tudi ugotovil, da so med nadpovprečno donosnimi vzajemnimi skladi investitorji raje investirali v tiste, ki niso zaračunavali vstopne (front-end fee) ali izstopne provizije (back-end fee), kot v tiste, ki so jo.

Edelen in Warner (1999) v svoji študiji proučujeta povezavo med agregatnimi neto denarnimi tokovi v delniške vzajemne sklade v Združenih državah Amerike in donosi delniških trgov na dnevni ravni. V proučevani vzorec sta zajela 424 ameriških delniških skladov na dnevni ravni, in sicer od drugega februarja 1998 do tridesetega junija 1999. Ugotovila sta, da so dnevni neto denarni tokovi povezani s skladnimi donosi na delniških trgih. V nadaljevanju analize sta dnevne donose razdelila na zgodnji in pozni del dneva in zaključila, da obstaja povezava med dnevnimi neto denarnimi tokovi in donosi v poznem delu dneva, medtem ko le-ta za donose v zgodnjem delu dneva ni značilna. V svoji analizi sta avtorja odkrila tudi značilno povezavo med neto denarnim tokom in donosom na delniških trgih v preteklem dnevu. Omenjena povezava kaže na reakcijo denarnih tokov na pretekli donos oziroma, informacije o donosnostih poganjajo denarne tokove. Seveda pa to zahteva od investitorjev hitro reakcijo, tako rekoč prek noči.

Podobno se je s povezavo med neto denarnimi prilivi in preteklimi donosi pri vzajemnih skladih ukvarjal Gruber (1996, str. 800). Gruber je v svojo raziskavo zajel dvesto sedemdeset vzajemnih skladov, in sicer v obdobju od leta 1985 do 1994. V raziskavi je ugotovil, da boljši, ko je bil donos posameznih skladov v preteklem obdobju, večji neto denarni priliv so lahko v naslednjem letu ti skladi pričakovali. Vzajemni skladi, ki so po donosu sodili v prvi decil, so imeli v naslednjem letu v povprečju za dobrih 152 milijonov \$ neto prilivov, medtem ko so imeli vzajemni skladi po preteklem donosu v zadnjem decilu v povprečju za dobrih 40 milijonov \$ neto odlivov denarja.

Ali obstaja povezava med preteklimi in prihodnjimi donosi vzajemnih skladov, je vprašanje, na katerega mnogi strokovnjaki in raziskovalci že dalj časa zastavljajo vprašanje. Drugače rečeno, ali so pretekli donosi lahko osnova za napovedovanje prihodnjih donosov pri vzajemnih skladih? Jensen (1968, str. 415) je na to temo izvedel eno bolj znanih analiz. V svoji študiji je analiziral preteklo uspešnost vzajemnih skladov v obdobju od leta 1945 do 1964. Na koncu je prišel do zaključka, da na podlagi preteklih donosov posameznih vzajemnih skladov ne moremo napovedovati njihove donosnosti tudi za v prihodnje. Nekaj kar se je zgodilo v preteklosti, je zgodovina in nikoli ne moremo natančno vedeti, kaj se bo zgodilo v prihodnje.

S povezavo med preteklimi in prihodnjimi donosi pri vzajemnih skladih so se ukvarjali tudi Hendricks, Patel in Zeckhauser (1990). V svoji raziskavi so proučevali vzajemne sklade v obdobju od leta 1974 do 1987. Ugotovili so, da lahko pri vzajemnih skladih, ki so dosegali nadpovprečne pretekle donose v preteklosti, tudi v kratkoročni prihodnosti (do dveh let) pričakujemo, da bodo le-te ponovili. Ravno nasprotno pa so ugotovili za vzajemne sklade, ki so v preteklosti dosegali najslabše donose, saj naj bi le-te ponovili tudi v bližnji prihodnosti. Zanimivo je, da je vztrajanje pri donosnosti (performance persistence) močnejše in značilnejše pri vzajemnih skladih s slabim donosom kot pri tistih z nadpovprečnim donosom.

Ippolito (1992), Sirri in Tufano (1993) ter Hendrickh, Patel in Zeckhauser (1990) so v svojih analizah ugotovili, da investitorji svoj denar investirajo v tiste vzajemne sklade, ki so v preteklem letu dosegali najvišje donose. Warther (1995) je svojo analizo nadaljeval na njihovih ugotovitvah. V svoji študiji je analiziral mesečne neto denarne tokove na makroekonomski ravni Združenih držav Amerike v obdobju od začetka leta 1984 do konca leta 1992. Nato je mesečne denarne tokove razdelil na pričakovane in nepričakovane. Ugotovil je, da je nepričakovan neto denarni tok v posamezne vrste vzajemnih skladov (delniške, obvezniške in sklade, ki investirajo v plemenite kovine) odvisen od tekoče donosnosti na kapitalskih trgih (donosnost delnic, obveznic oziroma plemenitih kovin), ki jih pokrivajo posamezni vzajemni skladi, medtem ko za pričakovane neto denarne tokove to ne velja. Prav tako je ugotovil, da obstaja negativna povezava med trenutnimi donosi in prihodnjimi neto denarnimi tokovi v vzajemne sklade. Iz te ugotovitve lahko sklepamo, da investitorji v vzajemne sklade investirajo več, kot so pretekli donosi nižji, in obratno. Ta način investiranja investitorjev kaže na njihovo obnašanje, da investirajo več takrat, ko je

vrednost enote premoženja vzajemnega sklada nižja oziroma iščejo najugodnejše trenutke za investiranje v posamezen vzajemni sklad. Našel je tudi dokaze, da napovedovanje prihodnjih neto denarnih tokov na osnovi sedanjih ne more biti osnova za napovedovanje prihodnjih donosov, ker trg v celoti reagira na informacije v tekočem in ne prihodnjem mesecu.

Harris in Gurel (1986) ter Shleifer (1986) ugotavljajo, da so neto denarni tokovi v vzajemne sklade logična spremenljivka za ugotavljanje osnovnega razpoloženja investorjev v vzajemne sklade. V kolikor je razpoloženje investorjev pomemben dejavnik na trgu vzajemnih skladov in so neto denarni tokovi ustrezen indikator le-tega, potem naj bi bili neto denarni tokovi značilno pozitivno povezani z donosi vrednostnih papirjev na trgu. Iz te ugotovitve lahko sklepamo, da bolj ko bodo investitorji naklonjeni investiranju v vzajemne sklade, več denarja bodo investirali (večji neto denarni tok), kar se bo pozitivno odrazilo na gibanje tečajev vrednostnih papirjev in posledično tudi na donosnosti vzajemnih skladov.

Lee, Shleifer in Thaler (1991) v svoji študiji dokazujejo, da razpoloženje investorjev v vzajemne sklade bolj vpliva na tečaje delnic majhnih podjetij kot na delnice velikih podjetij. Ugotavljajo, da če lahko odvisnost med neto denarnimi tokovi in donosnostjo vzajemnih skladov pripišemo razpoloženju investorjev, potem je dokazljivo, da naj bi bili neto denarni tokovi v vzajemne sklade močnejše vplivali na donosnost delnic majhnih kot pa velikih podjetij. Warther (1995) posledično sklepa, naj bi bili donosi delnic majhnih podjetij občutljivejši na neto denarne tokove v vzajemne sklade kot pri delnicah velikih podjetij.

Barber, Odean in Zheng (2003) so naredili obsežnejšo analizo, v kateri proučujejo različne vrste provizij, ki jih zaračunavajo vzajemni skladi. V analizo so zajeli podatke za vse domače delniške sklade v ZDA v obdobju od leta 1970 do 1999. Prišli so do ugotovitve, da so se investitorji v zadnjih desetletjih veliko naučili o investiranju v vzajemne sklade in posledično precej spremenili svoje investicijske navade.

Ugotovili so, da obstaja negativna povezava med neto denarnimi tokovi v vzajemne sklade in višino vstopne provizije pri posameznih vzajemnih skladih, medtem ko višina upravljalvske provizije na odločitve investorjev nima značilnega vpliva. Kot glavni razlog navajajo dejstvo, da je vstopna provizija v očeh investorjev veliko bolj zaznavna kot upravljalvska.

V nadaljevanju so upravljalvske provizije oziroma stroške posameznega vzajemnega sklada razdelili na marketinške (marketing expense 12b-1 fee) in ostale stroške. Prišli so do naslednjih zaključkov:

- Investitorji se raje odločajo za nakup tistih vzajemnih skladov, ki imajo višje stroške marketinga in nižje ostale stroške.
- Prav tako so ugotovili, da so izkušeni investitorji v vzajemne sklade veliko občutlivejši na vstopne provizije kot investitorji, ki v vzajemne sklade investirajo prvič.

- Ugotavljajo tudi, da ima pomembno vlogo pri vzajemnih skladih oglaševanje. V povprečju se negativni učinek provizij, ki so namenjene oglaševanju vzajemnega sklada, v primerjavi z ostalimi stroški, manj pozna na neto denarnih tokovih v posamezne vzajemne sklade. Tako med neto denarnimi tokovi in stroški, ki so namenjeni oglaševanju pri posameznem vzajemnem skladu, avtorji niso ugotovili negativne povezave.
- Prav tako ugotavljajo, da so se v proučevanem obdobju višine upravljaljskih provizij v povprečju povečevale, medtem ko so se zneski vstopnih provizij v povprečju opazno znižali. Kot eno izmed možnosti za to avtorji vidijo v tem, da so upravitelji vzajemnih skladov ugotovili, da so investitorji občutljivejši na vstopne provizije kot na upravljaljske.

Green, Hodges in Rakowski (2007) v obdobju od leta 2000 do 2003 proučujejo, kako izstopne provizije (redemption fee) vplivajo na neto denarni tok pri posameznih vzajemnih skladih. Avtorji so našli različne dokaze, ki kažejo na to, da upravljalci vzajemnih skladov uporabljajo izstopne provizije z namenom, da zadržijo investiran denar v vzajemnih skladih. Niso pa našli nikakršnih dokazov, ki bi kazali na slabšo donosnost pri skladih, ki tovrstno provizijo uporabljajo. V nadaljevanju so ugotovili, da se neto denarni tok v posamezne vzajemne sklade, ki so jim naknadno dodali izstopno provizijo, občutno zmanjša. Neto denarni tokovi so se glede na različne vrste vzajemnih skladov zmanjšali za od 58 do 78 odstotkov. Ob koncu še ugotavljajo, da ni nobene značilne povezave med velikostjo oziroma rastjo posameznega vzajemnega sklada in uvedbo izstopne provizije.

Pri Investment Company Institute (Spletna stran Investment Company Institute, 2007) že več desetletij spremljajo gibanje različnih provizij in stroškov pri vzajemnih skladih. V letošnjem poročilu za leto 2006 so navedli nekaj zanimivih ugotovitev:

- Povprečni stroški³¹ pri vzajemnih skladih so v letu 2006 padli na najnižjo raven v zadnjih petindvajsetih letih.
- Upad je značilen tako za enkratne provizije, kot sta vstopna ali izstopna, kot tudi za upravljaljske.
- Trend zniževanja povprečnih stroškov se neprekinjeno nadaljuje že vse od začetka osemdesetih let prejšnjega stoletja.
- Padanje povprečnih stroškov je značilno tako za delniške, obvezniške kot tudi vzajemne sklade denarnega trga.
- V letu 2006 so se povprečni stroški pri delniških vzajemnih skladih v povprečju zmanjšali za štiri bazične točke oziroma 0,04 odstotka. Pri obvezniških skladih je to znižanje znašalo 0,05 odstotka in 0,02 odstotka pri vzajemnih skladih denarnega trga.

³¹ Vanje so zajeti vsi stroški, ki jih ima posamezen investitor ob investiranju v vzajemni sklad. Sem spadajo vstopne, izstopne in upravljaljske provizije, ki jih investitorjem zaračunavajo upravljalci pri posameznih vzajemnih skladih.

- Zniževanje povprečnih stroškov v zadnjih letih lahko pripišemo vedno večji konkurenci in razvitosti trga vzajemnih skladov.

Shu, Yeh in Yamada (2003) v svoji študiji proučujejo neto denarne tokove v vzajemne sklade na Tajvanu. V proučevani vzorec so zajeli 127 skladov v obdobju od novembra 1996 do oktobra 1999. Avtorji ugotavljajo, da je obnašanje investitorjev, ki v vzajemne sklade investirajo manjše zneske, opazno drugače kot pri tistih, ki investirajo večje količine denarja. Po njihovih ugotovitvah se med manjše investitorje uvrščajo pretežno člani gospodinjstev in svoje denarne presežke investirajo v velike in v javnosti bolj prepoznavne vzajemne sklade. Na drugi strani pa veliki investitorji svoja sredstva raje investirajo v manjše sklade z višjo upravljaljsko provizijo. Poleg tega ugotavljajo, da investitorji, ki investirajo manjše zneske v vzajemne sklade, pri izbiri posameznega vzajemnega sklada v glavnem gledajo na kratkoročne pretekle donose. Prav tako pa so potem kratkoročne donose oziroma zaslužke pripravljeni hitro unovčiti oziroma realizirati. Za investitorje z večjimi zneski pa so kratkoročni donosi relativno nepomembni.

Kar nekaj raziskovalcev na področju vzajemnih skladov se je v zgodovini ukvarjalo z ugotavljanjem in pojasnjevanjem vztrajanja pri donosnosti (performance persistence). Carhart (1997, str. 58) je v svoji analizi proučeval 1.892 delniških vzajemnih skladov, in sicer v obdobju od januarja 1962 do decembra 1993. Prišel je do zaključka, da pojav vztrajanja pri donosnosti velja za najmanj donosne sklade, medtem ko pri zmagovalnih skladih ta pojav velja v manjši meri le za donosnosti v naslednjem letu. Pri svoji analizi vzorce ni izpostavil pristranskosti preživetja³² (survivorship bias). Do podobnega zaključka med domačimi vzajemnimi skladi v Združenih državah Amerika sta prišla tudi Ibbotson in Patel (2002, str. 11).

Tudi Malkiel (1995, str. 551) je v svoji analizi delniških skladov v obdobju od leta 1971 do 1991 odkril vztrajanje pri donosnosti za najdonosnejše sklade v obdobju od leta 1971 do 1979. Enako je ugotovil za najmanj donosne sklade. Oboji pa svojih uspehov oziroma neuspehov niso uspeli ponoviti v obdobjih od leta 1980 do 1990. Pomembno je omeniti, da je Malkiel v svoji analizi vzorce proučeval pod vplivom pristranskosti preživetja.

James in Karceski (2006) sta proučevala institucionalne in navadne, široke množice investitorjev. Prišla sta do zaključka, da med institucionalnimi in ostalimi investitorji ne velja enaka povezava med neto denarnimi tokovi in preteklimi donosi. Razlika med investitorji je v tem, da pri institucionalnih ta povezava ni značilna oziroma da jih ob investiranju v posamezne vzajemne sklade pretekla donosnost ne zanima preveč. To pa zato, ker naj bi institucionalni investitorji pri svojih investicijskih odločitvah v vzajemne sklade uporabljali bolj sofisticirana merila kot široke množice.

³² Pristranskost preživetja pomeni, da so v vzorec zajeti le tisti vzajemni skladi, ki so poslovali skozi celotno proučevano obdobje. Vzorec pa ne zajema tistih vzajemnih skladov, ki niso poslovali v celotnem obdobju oziroma so vmes propadli.

6.2 Model neto denarnega toka na primeru slovenskega vzajemnega sklada KD Galileo

Cilj oblikovanja modelov neto denarnega toka je ugotoviti, kateri so tisti dejavniki (neodvisne spremenljivke), ki vplivajo in v kakšni meri vplivajo na velikost nominalnega neto denarnega toka v vzajemni sklad KD Galileo.

Pri ocenjevanju neto denarnega toka v vzajemni sklad KD Galileo sem uporabil časovne vrste podatkov iz spletnega portala Finančna točka in častnika Finance. Zbrani podatki se nanašajo na obdobje od začetka januarja 1992 do konca junija 2007.

Razlog, da sem za svoj model izbral vzajemni sklad KD Galileo, je v tem, da je Galileo prvi in s tem najstarejši slovenski vzajemni sklad ter ima posledično tudi najdaljšo razpoložljivo bazo zgodovinskih podatkov.

6.2.1 Enostavni linearni regresijski model

Pri oblikovanju prvega regresijskega modela neto denarnega toka v vzajemni sklad KD Galileo sem želel ugotoviti, kateri je tisti nominalni pretekli donos, ki je imel v proučevanem obdobju največji vpliv na spremembo nominalnih neto denarnih tokov v proučevani sklad. Ugotavljam, za koliko se spremeni nominalni neto denarni tok v mesecu t , če se je posamezen povprečni nominalni pretekli donos³³ v mesecu $t-1$, spremenil povečal za en odstotek.

6.2.1.1 Model

$$\text{NNDT}_{i,t} = \alpha + \beta \text{NPD}_{i,t-1} \quad (1),$$

kjer je

i – enomesečni, šestmesečni, dvanajstmesečni, šestintridesetmesečni;

t – tekoči mesec;

$t-1$ – pretekli mesec;

$\text{NNDT}_{i,t}$ – nominalni neto denarni tok v odvisnosti od posamezne povprečne nominalne pretekle donosnosti v mesecu t ;

$\text{NPD}_{i,t-1}$ – povprečna nominalna pretekla donosnost v mesecu $t-1$.

Pri neto nominalni denarnih tokovih v vzajemni sklad KD Galileo sem predpostavil, da se ljudje za vplačila ali izplačila v vzajemni sklad odločajo na podlagi odloženih oziroma zamaknjenih različnih povprečnih nominalnih preteklih donosov v prejšnjem mesecu. V

³³ V vsakem enostavnem regresijskem modelu posebej upoštevam enomesečni, šestmesečni, dvanajstmesečni in šestintridesetmesečni povprečni nominalni pretekli donos v obdobju $t-1$.

svojem regresijskem modelu sem upošteval enomesečni zamik med nominalnimi neto denarnimi tokovi in različnimi povprečnimi neto preteklimi donosi.

6.2.1.2 Spremenljivke v modelu

Kot odvisno spremenljivko sem v modelu upošteval mesečno spremembo neto nominalnega denarnega toka v vzajemni sklad KD Galileo izraženo v odstotkih. Mesečno spremembo nominalnega neto denarnega toka, izraženo v odstotkih, sem izračunal tako, da sem najprej na podlagi dnevnih podatkov o nominalnih neto denarnih tokovih s seštevanjem le-teh znotraj posameznega meseca dobil nominalne neto mesečne denarne tokove.

Mesečni nominalni neto denarni tok za posamezen vzajemni sklad predstavlja razliko med vsemi vplačili in izplačili iz tega istega vzajemnega sklada v nekem mesecu.

V odstotkih izraženo spremembo nominalnega neto denarnega toka sem nato za vsak mesec posebej izračunal po naslednji formuli:

$$\Delta NNDT_t = \left(\frac{NNDT_t}{NNDT_{t-1}} - 1 \right) \times 100 \quad (2),$$

kjer je

$\Delta NNDT_t$ – sprememba nominalnega neto denarnega toka v mesecu t ;

$NNDT_t$ – nominalni neto denarni tok v mesecu t ;

$NNDT_{t-1}$ – nominalni neto denarni tok v mesecu $t-1$.

Prvi podatek za v odstotkih izraženo spremembo nominalnega neto denarnega toka je izračunan za mesec februar v letu 1992.

Na podlagi prebrane strokovne literature in izkušenj iz prakse sva se skupaj z mentorjem odločila, da v model uvrstiva naslednjo neodvisno spremenljivko, in sicer sem v modelu upošteval povprečno nominalno donosnost vzajemnega sklada KD Galileo merjeno za različna obdobja. V modelu sem proučeval, kako na odvisno spremenljivko vplivajo enomesečna, šestmesečna, dvanajstmesečna in šestintridesetmesečna pretekla nominalna donosnost.

Da bi lahko izračunal omenjene neodvisne spremenljivke, sem najprej zbral dnevne podatke za vrednosti enot premoženja vzajemnega sklada KD Galileo, in sicer od februarja 1992 do junija 2007. V nadaljevanju sem nato na mesečni ravni izračunal enomesečne, šestmesečne, dvanajstmesečne in šestintridesetmesečne pretekle nominalne donose, in sicer po naslednjih postopkih:

- Postopek izračuna povprečne enomesečne nominalne pretekle donosnosti

$$PND_{i,t} = \left(\frac{VEP_t}{VEP_{t-1}} - 1 \right) \times 100, \quad (3),$$

kjer je

i – enomesečna;

VEP_t – vrednost enote premoženja konec meseca t;

VEP_{t-1} – vrednost enote premoženja konec meseca t-1;

$PND_{i,t}$ – povprečna enomesečna nominalna donosnost v mesecu t.

- Postopek izračuna povprečne šestmesečne nominalne pretekle donosnosti

$$PND_{i,t} = \left(\frac{VEP_t}{VEP_{t-6}} - 1 \right) \times 100, \quad (4),$$

kjer je

i – šestmesečna;

VEP_t – vrednost enote premoženja konec meseca t;

VEP_{t-6} – vrednost enote premoženja konec meseca t-6;

$PND_{i,t}$ – povprečna šestmesečna nominalna donosnost v mesecu t.

- Postopek izračuna povprečne dvanajstmesečne nominalne pretekle donosnosti

$$PND_{i,t} = \left(\frac{VEP_t}{VEP_{t-12}} - 1 \right) \times 100, \quad (5),$$

kjer je

i – dvanajstmesečna;

VEP_t – vrednost enote premoženja konec meseca t;

VEP_{t-12} – vrednost enote premoženja konec meseca t-12;

$PND_{i,t}$ – povprečna dvanajstmesečna nominalna donosnost v mesecu t;

- Postopek izračuna povprečne šestintridesetmesečne nominalne pretekle donosnosti

$$PND_{i,t} = \left(\frac{VEP_t}{VEP_{t-36}} - 1 \right) \times 100, \quad (6),$$

kjer je

i – šestintridesetmesečna;

VEP_t – vrednost enote premoženja konec meseca t;

VEP_{t-36} – vrednost enote premoženja konec meseca t-36;

$PND_{i,t}$ – povprečna šestintridesetmesečna nominalna donosnost v mesecu t.

Kot drugo neodvisno spremenljivko mojega modela pa sem uvrstil intenzivne oglaševalske akcije vzajemnega sklada v medijih javnega obveščanja in akcije, ki investitorjem ob investiranju v posamezni vzajemni sklad omogočajo delno ali pa v celoti znižano vstopno provizijo.

6.2.1.3 Ugotovitve

Tabela 3: Prikaz dobljenih rezultatov gleda na vplive posameznih povprečnih nominalnih preteklih donosnosti na nominalne neto denarne tokove za Vzajemni sklad KD Galileo v obdobju od februarja 1992 do junija 2007

UPOŠTEVANA DONOSNOST	β	multiple R	t
enomesečna	1,6144	0,3577	5,1689
šestmesečna	0,4930	0,3464	4,9127
dvanajstmesečna	0,2244	0,3394	4,7185
šestintridesetmesečna	-0,0474	0,2128	-2,64

Vir: Lastni izračuni.

Regresijski koeficient β pove, za koliko se spremeni odvisna spremenljivka, če se neodvisna spremenljivka spremeni za eno enoto (v mojem primeru za 1 odstotek).

Vrednost regresijskega koeficienta 1,6144 pove, da če se enomesečna povprečna nominalna donosnost v mesecu t-1 poveča za 1 odstotek, se bo nominalni neto denarni tok v naslednjem mesecu t povečal za 1,6144 odstotka.

Vrednosti regresijskega koeficienta so pozitivne, kar pomeni, da sprememba povprečne nominalne pretekle donosnosti pozitivno vpliva na povečanje nominalnih neto denarnih tokov. Razen pri šestintridesetmesečni nominalni povprečni mesečni donosnosti je ta vpliv skorajda zanemarljivo negativen.

Multiple R ali korelacijski koeficient pove, kakšna je povezanost med proučevanima spremenljivkama. Vrednost korelacijskega koeficienta 0,3577 pove, da je povezava med enomesečno povprečno nominalno donosnostjo in nominalnim neto denarnim tokom srednja do šibka.

Na podlagi vrednosti t testa ugotavljam, da so vse štiri enostavne regresijske funkcije statistično značilne pri zanemarljivi stopnji značilnosti ($\alpha = 0,05$). To vsebinsko pomeni, da je nominalni neto denarni tok v vseh štirih enostavnih regresijah odvisen od posamezne neodvisne spremenljivke.

Na podlagi dobljenih rezultatov ugotavljam, da je v obdobju od januarja 1992 do junija 2007 nominalna povprečna pretekla donosnost imela opazen vpliv na nominalne neto denarne tokove v vzajemni sklad KD Galileo. Ugotavljam tudi, da daljše ko je obdobje opazovane nominalne povprečne pretekle donosnosti, manjši je vpliv le-te na nominalne neto denarno tokove pri vzajemnem skladu KD Galileo. Iz tega sklepam, da so se v proučevanem obdobju

investitorji za vplačila v vzajemni sklad KD Galileo najbolj odločali na podlagi kratkoročnega povprečnega preteklega donosa. Ugotovitev se precej sklada tudi z izkušnjami s slovenskega trga vzajemnih skladov v zadnjih letih, saj so investitorji največjo evforijo in vplačila v posamezne vzajemne sklade dosegali takrat, ko so posamezni vzajemni skladi dosegali najvišje trenutne rasti. Ko pa se je rast posameznega vzajemnega sklada nekoliko ustavila, so svoja vplačila začeli plasirati v druge vzajemne sklade s trenutno najboljšimi rastmi vrednosti enot premoženja (Spletna stran Finančna točka, 2007; Lastni izračuni).

Če ugotovitve investicijskih navad investorjev v vzajemni sklad KD Galileo nekoliko posplošim na celotne investicijske navade slovenskih investorjev v Slovenske vzajemne sklade, lahko ugotovim, da ima na slovenske investitorje, ko se odločajo za vplačila v vzajemne sklade, precejšen vpliv kratkoročna pretekla donosnost. Vsekakor to ni ravno najboljši znak, saj tako domača kot tuja literatura pri investiranju denarja v vzajemne sklade predlagata pomen optimalne razpršitve (tako geografsko panožne kot tudi časovne) investiranega denarja, sprejemanje ustreznega vsakemu investitorju posebej prilagojenega tveganja in pomen investiranja na daljši rok.

Tako ugotavljam, da v povprečju slovenski investitorji ob investiranju v vzajemne sklade precej več tvegajo in špekulirajo ob želji po doseganju nadpovprečnega donosa. Ugotavljam, da je pri nas glavni problem v tem, da se tega višjega tveganja mnogi ne zavedajo, saj prevlada želja po nadpovprečno visokem zaslužku.

Razlog za takšno obnašanje slovenskih investorjev vidim v preteklem dogajanju na slovenskem in zadnjih nekaj letih tudi na mednarodnem trgu vrednostnih papirjev. V vseh teh letih povprečni slovenski investor še ni utrpel kakšne večje izgube ob investiranju v vzajemne sklade na daljši rok. Do sedaj so bili investitorji navajeni le na doseganje pozitivnih in v večini primerov nadpovprečnih donosov. Povsem realno je pričakovati, da se bo v prihodnje tako, kot se je v razvitih državah Zahodne Evrope in ZDA, tudi pri nas zgodilo obdobje večje in predvsem dolgoročneje korekcije ali stagnacije na trgu vrednostnih papirjev, ker se bo posledično odrazilo tudi na donosih. Šele, ko bodo slovenski investitorji okusili temnejšo plat investiranja v vzajemne sklade, bodo pri svojih odločitvah, v kateri vzajemni sklad investirati svoj denar, poleg kratkoročnega povprečnega preteklega donosa, upoštevali tudi druge kriterije.

6.2.2 Enostavni multipli linearni regresijski model

V drugem, spodaj navedenem linearnem regresijskem modelu želim ugotoviti, ali so poleg enomesečnega nominalnega povprečnega preteklega donosa na nominalne neto prilive v vzajemni sklad KD Galileo v obdobju od januarja 2004 do junija 2007 vplivale tudi intenzivne oglaševalske akcije v medijih in akcije z znižano vstopno provizijo oziroma akcije brez vstopne provizije.

6.2.1.1 Model

Linearni regresijski model:

$$\text{NNDT}_t = \alpha + \beta_1 \text{NPD}_{t-1} + \beta_2 D_t$$

6.2.1.2 Spremenljivke v modelu

NNDT_t – nominalni neto denarni tok v mesecu t ;

NPD_{t-1} – nominalna povprečna enomesečna donosnost v mesecu $t-1$;

D_t – nepravna spremenljivka za obnašanje vlagateljev, ki se nanaša na intenzivne oglaševalske akcije v medijih, in akcije z znižano vstopno provizijo oziroma akcije brez vstopne provizije v mesecu t ;

$D = \{1 \text{ (marec 2004, maj 2004, september 2004, november 2004, junij 2005, september 2005, oktober 2005, november 2005, december 2005, januar 2007 in februar 2007)};$

$0 \text{ (sicer)}.$

Pri neto nominalnih denarnih tokovih v vzajemni sklad KD Galileo sem predpostavil, da se ljudje za vplačila ali izplačila v vzajemni sklad odločajo na podlagi odloženega oziroma zamaknjenega povprečnega enomesečnega nominalnega neto donosa, medtem ko se učinek oglaševalskih akcij usmerjenih na vstopne provizije, na neto nominalne denarne tokove pokaže takoj, torej v tekočem mesecu.

6.2.1.3 Ugotovitve

Linearni regresijski model vzorčnih podatkov:

$$\text{NNDT}_t = a + b_1 \text{NPD}_{t-1} + b_2 D_t \quad (7),$$

$$\text{NNDT}_t = 0,0002 + 0,5221 \text{NPD}_{t-1} - 0,0032 D_t$$

$$(t) \quad (0,0362) \quad (1,8125) \quad (-0,2460)$$

Na podlagi vrednosti t testa ugotavljam, da je prvi regresijski koeficient (β_1) statistično značilen pri zanemarljivi stopnji značilnosti ($\alpha = 0,05$), medtem ko drugi (β_2) ni. To vsebinsko pomeni, da je nominalni neto denarni tok odvisen samo od prve neodvisne spremenljivke, zapisane v zgornjem linearnem regresijskem modelu.

Multiple R oziroma multipli korelacijski koeficient znaša 0,2789, kar pomeni, da je povezava med odvisno in obema neodvisnima spremenljivkama šibka.

Ocena prvega parcialnega regresijskega koeficienta b_1 znaša 0,5221, kar pomeni, da se nominalni neto denarni tok v povprečju poveča za 0,5221 odstotka, če se enomesečna

nominalna neto pretekla donosnost poveča za en odstotek, medtem ko druga neodvisna spremenljivka ostane nespremenjena.

Pozitiven predznak pri oceni prvega regresijskega koeficienta je v skladu s pričakovanji in ekonomsko teorijo, saj višja povprečna nominalna donosnost pozitivno vpliva na investitorje.

Razlog, da je drugi regresijski koeficient statistično neznačilen gre iskati v trgu vzajemnih skladov v Sloveniji. V svojem modelu sem proučeval vplive na mesečne neto nominalne denarne tokove od začetka leta 2004 do junija 2007. Ravno po letu 2003 se je na slovenskem trgu začelo pojavljati vedno več novih vzajemnih skladov, kar pomeni, da je KD Galileo začel dobivati vedno več konkurentov. Ta trend se je vse do danes samo še stopnjeval. Logičen rezultat je bil, da so ljudje zaradi vedno večje ponudbe drugih vzajemnih skladov začeli svoj denar prenašati iz KD Galilea drugam. Odlivi iz KD Galilea so bili v letih 2004 do 2006 tako veliki, da jih v večini mesecev tudi intenzivne oglaševalske akcije in akcije na strani vstopnih provizij niso mogle pretvoriti v neto prilive. Zaradi omenjene specifikacije in dejstva, da pred letom 2004 pri vzajemnem skladu KD Galileo niso uporabljali intenzivnejših oglaševanj oziroma akcij na strani vstopnih stroškov, je izdelava takšnega modela nesmiselna, saj ne daje realno želenih rezultatov. Uporaben pa ostaja model, ki preučuje odvisnost med neto nominalnimi denarnimi tokovi v vzajemne sklade in nominalnimi povprečnimi donosi.

7 Sklep

Panoga vzajemnih skladov je v zadnjih desetletjih postala ena izmed najhitreje rastočih na svetu. Tako število vzajemnih skladov kot sredstva, s katerimi ti skladi upravljajo od začetka devetdesetih let prejšnjega tisočletja, rastejo z eksponentno hitrostjo. Vzajemni skladi tako postajajo ena izmed najbolj priljubljenih oblik investiranja denarja širših množic ljudi tako, po svetu kot tudi v Sloveniji.

Panoga vzajemnih skladov je med vsemi gospodarstvi na svetu najbolj razvita v Združenih državah Amerike, sledijo Avstralija, države Zahodne Evrope, Japonska in nato Slovenija. Medtem ko se je v Združenih državah Amerike razvoj vzajemnih skladov najbolj razmahnil v devetdesetih letih prejšnjega tisočletja, se je to v Sloveniji zgodilo po spremembi zakonodaje v začetku leta 2003. Od takrat naprej Slovenija počasi, a vztrajno, zmanjšuje zaostanek na področju vzajemnih skladov v primerjavi s primerljivimi državami Evropske unije. Od vstopa Slovenije v Evropsko unijo se najraje primerjamo s Portugalsko, Grčijo in Španijo. Ob koncu leta 2006 so imele omenjene države, predvsem pa Portugalska in Grčija, na prebivalca v vzajemnih skladih v primerjavi s Slovenijo več kot dvakrat več sredstev. Na podlagi tega dejstva in dogajanja na trgu v vzajemnih skladih v Sloveniji v zadnjih letih se pričakuje, da se bo trg vzajemnih skladov v Sloveniji v naslednjih letih še naprej intenzivno razvijal. Ne pričakujem, da bo število novih skladov še naprej tako strmo raslo, ampak da se bodo še naprej hitro povečevala sredstva v vzajemnih skladih na enega prebivalca Slovenije. Pri

številu novih vzajemnih skladov pričakujem, da se bo le-to še naprej povečevalo, ampak precej bolj umirjeno, in sicer bolj po zaslugi specializiranih oziroma po naložbeni politiki ožje usmerjenih vzajemnih skladov.

Pri primerjavi osnovnih naložbenih tipov vzajemnih skladov v Sloveniji in Združenih državah Amerike sem ugotovil, da imajo ljudje v Sloveniji precej več sredstev investiranih v delniške in precej manj v obvezniške oziroma vzajemne sklade denarnega trga. Povprečen slovenski investitor v vzajemne sklade je v primerjavi z ameriškim precej bolj nagnjen k višjemu tveganju. Rezultat lahko pojasnim z dejstvom, da so bili slovenski investitorji do sedaj navajeni samo na dolgoročne nadpovprečne donose in se še niso srečali z daljšim obdobjem korekcije ali depresije na trgu vrednostnih papirjev. Posledično so bili navajeni samo na višje rasti in jim ni bilo treba, da bi svoja sredstva razpršili tudi v sklade z nižjo stopnjo tveganja. Na daljši rok v prihodnje gre pričakovati, da se bo to razmerje počasi začeli približevati tistemu v Združenih državah Amerike.

Pregled različnih virov strokovne literature nakazuje na nekaj naslednjih zanimivih ugotovitev, povezanih z delovanjem vzajemnih skladov po svetu. Kot glavni razlog za neto denarne tokove v vzajemne sklade se v veliki meri omenjajo pozitivne pretekle donosnosti, med katerimi največ pridobi le nekaj odstotkov najuspešnejših vzajemnih skladov. Drugače povedano, zmagovalci med neto denarnimi tokovi so največkrat tisti vzajemni skladi, ki jim v določenem obdobju uspe doseči nadpovprečno visok donos v primerjavi s svojimi konkurenti. Poleg donosnosti imajo zelo pomemben vpliv na neto denarne tokove tudi višine vstopnih in izstopnih provizij, medtem ko višina upravljaške provizije večinoma nima občutnejšega vpliva. Raziskave kažejo, da se zaradi vedno večje konkurence na trgu vzajemnih skladov po svetu višina vstopne in upravljaške provizije počasi, a vztrajno, že vse od začetka osemdesetih let prejšnjega stoletja znižuje. Izstopne provizije pa se največkrat uporabijo v primeru, ko želi upravljavec ohranjati trenutno velikost posameznega vzajemnega sklada. Ugotovitve kažejo na to, da na podlagi preteklih donosov ne moremo napovedovati donosnosti v prihodnje. Dokazljivo pa je vztrajanje pri donosnosti, in sicer je značilnejše za sklade z najslabšimi donosi kot za tiste za najboljšimi.

Na primeru linearnega regresijskega modela ugotavljam, da je bil pri odločanju investitorjev za investiranje svojega denarja v vzajemni sklad KD Galileo od njegove ustanovitve do konca prve polovice letošnjega leta statistično značilen dejavnik nominalna povprečna pretekla donosnost, in sicer je imela na nominalni neto denarni tok v tekočem mesecu največji vpliv kratkoročna enomesečna nominalna pretekla donosnost v prejšnjem mesecu. Sledi ugotovitev, ki kaže predvsem na to, da so slovenski investitorji ob investiranju v najstarejši slovenski vzajemni sklad skozi njegovo zgodovino sledili predvsem trenutnim kratkoročnim donosom. Če to posplošim na celoten trg slovenskih vzajemnih skladov, je povsem razumljivo, zakaj je razmerje med strukturo osnovnih skladov v Sloveniji tako nagnjeno v prid bolj tveganim vzajemnim skladom. V modelu pa zaradi specifičnega dogajanja na trgu slovenskih vzajemnih skladov v obdobju po letu 2004 nisem mogel statistično dokazati, da so na

nominalne neto denarne tokove v proučevanem obdobju pri vzajemnem skladu KD Galileo vplivale tudi intenzivne oglaševalske akcije v medijih javnega obveščanja in akcije, ki so vezane na znižano vstopno provizijo ali akcije brez vstopne provizije.

Literatura

1. Barber Brad M., Odean Terrence, Lu Zheng: Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows, *The Journal of Business*, Chicago, 78(2005), 6, str. 2095-2119.
2. Carhart Mark M.: On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, New York, 52(1997), 1, str. 57-82.
3. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
4. Edelen Roger M., Warner Jerold B., Aggregate Price Effects of Institutional Trading: A Study of Mutual Fund Flow and Market Returns: 99-01-B, Wharton, 1999. 31 str.
5. Fredman Albert J.: How Mutual Funds Work. New York : New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
6. Green Jason T., Hodges Charles W., Rakowski David A.: Daily mutual fund flows and redemption policies. *Journal of Banking&Finance*, Chicago, 2007, 4, 21 str.
7. Gruber Martin J.: Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds. *The Journal of Finance*, New York, 47(1992), 5, str. 1997-1984.
8. Harris Lawrence and Gurel Eitan: Price and volume effects associated with changes in the S&P500 list: New evidence for the existence of price pressures. *The Journal of Finance*, New York, 41(1986), 4, str. 815-829.
9. Hendricks Darryll, Patel Jayendu, Zeckhauser Richard J.: Hot Hands in Mutual Funds: The Persistence of Performance, 1974-1987. Working Paper. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 1990. 37 str.
10. Ibbotson Roger G., Patel Amita K.: Do Winners Repeat with Style?. Yale ICF Working Paper No. 00-70. New Haven : Yale International Center of Finance, 2002. 27 str.
11. Ippolito Richard A.: Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry, *The Journal of Law & Economics*, Chicago, 35(1992), 1, 45-70.
12. James Christopher, Karceski Jason: Investor Monitoring and differences in mutual fund performance. *Journal of Banking&Finance*, Chicago, 30(2006), 10, str. 2787-2808.
13. Jensen Michael C.: The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, New York, 23(1968), 2, str. 389-416.
14. Khorana A., Servaes H., Tufano P.: Explaining the size of mutual funds industry around the world. *The Journal of Financial Economics*, Oxford, 2, 2005, 54 str.
15. Lee Charles, Schleifer Andrei and Thaler Richard H.: Investor sentiment and the close-end fund puzzle. *The Journal of Finance*, New York, 46(1991), 1, str. 75-109.
16. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. Maribor : Kapital, 2005. 140 str.
17. Malkiel Burton G., Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991. *Journal of Finance*, New York, 50(1995), 2, str. 549-572.
18. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
19. Prohaska Z.: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.

20. Rugg Donald D.: The Dow Yones-Irwin Guide to Mutual Funds. Homewood (III.) : Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
21. Shleifer Andrei: Do demand curves for stocks slope down?. The Journal of Finance, New York, 41(1986), 3, str. 579-590.
22. Shu Pei-Gi, Yeh Yin-Hua, Yamada Takeshi: The behaviour of Taiwan mutual fund investors – performance and fund flows. Pacific-Basin Finance Journal, Taipei, 10(2002), 5, str. 583-600.
23. Sirri Erik R., Tufano Peter: Costly Search and Mutual Fund Flows. The Journal of Finance, New York, 53(1998), 5, str. 1589-1622.
24. Warther Vincent A.: Aggregate mutual fund flows and security returns. The Journal of Financial Economics, Oxford, 39(1995), 2&3, str. 209-235.

Viri

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev.
[URL: <http://www.a-tvp.si/>], september 2007.
2. Spletna stran Banke Slovenije.
[URL: <http://www.bsi.si/>], avgust 2007.
3. Davčna uprava Republike Slovenije.
[URL: http://www.durs.gov.si/si/davki_predpisi_in_pojasnila/dohodnina_pojasnila/dohodek_iz_kapitala/dobicek_iz_kapitala/vrednostni_papirji_in_delezi_v_gospodarskih_druzbah_zadrugah_in_drugih_oblikah_organiziranja_ter_investicijski_kuponi/razvrscanje_investicijskih_skladov_za_izvajanje_zdoh_1/], avgust 2007.
4. Finančni slovar Investopedia.
[URL: <http://www.investopedia.com>], avgust 2007.
5. Fundamentals. Whashington, DC: Investment Company Institute, 16(2007), 2, 8 str.
6. Informacijski sistem Bloomberg.
7. Informacijski sistem Reuters.
8. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
[URL: <http://www.ljse.si/>], avgust 2007.
9. Spletna stran časnika Finance.
[URL: <http://www.finance-on.net/>], september 2007.
10. Spletni portal Finance.
[URL: <http://www.finance.si/>], september 2007.
11. Spletni portal Finančna točka.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/>], avgust 2007.
12. Spletni portal Slonep.net
[URL: <http://www.slonep.net/subareas.html?lev0=1&lev1=4&lang=&lev2=145&lev3=2385>], avgust 2007.
13. Spletni portal Vzajemci.com
[URL: <http://www.vzajemci.com/>], avgust 2007.

14. Spletni portal Vzajemni.com
[URL: <http://www.vzajemni.com/ovzajemnihskladih/kajjedzu.aspx/>], avgust 2007.
15. Spletna stran Iloveindia.
[URL: <http://www.iloveindia.com/finance/mutual-funds/>], avgust 2007.
16. Spletna stran Investment Company Institute.
[URL: <http://www.ici.org/>], 2007.
17. Spletna stran Primorski skladi
[URL: <http://www.primorski-sklasi.si/>], avgust 2007.
18. Washington: Investment Company Institute Publication, 2007. 169 str.
[URL: <http://www.ici.org/>].
19. Washington: Investment Company Institute Publication, 2006. 156 str.
[URL: <http://www.ici.org/>].
20. Wikipedia, the free encyclopedia.
[URL: http://en.wikipedia.org/wiki/Main_Page/], avgust 2007.
21. Worldbank.
[URL: <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/POP.pdf/>], avgust 2007.
22. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) (Uradni list RS, št. 6/94).
23. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP) (Uradni list RS, št. 6/94).
24. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS, št. 11/02).
25. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1A) (Uradni list RS, št. 26/05).

Priloge

Priloga 1

Slovar prevodov tujih izrazov, ki sem jih uporabil v diplomskem delu

agressive growth funds – vzajemni skladi agresivne rasti
back-end fee – izstopna provizija
bond mutual funds – obvezniški vzajemni skladi
close-end investment funds – zaprti investicijski skladi
conservative growth funds – vzajemni skladi zadržane rasti
equity mutual funds – delniški vzajemni skladi
front-end fee – vstopna provizija
funds of funds – vzajemni skladi skladov
growth investment policy – naložbena politika vzajemnega sklada, ki je usmerjena v
investiranje podjetij, ki v prihodnje obetajo visoke stopnje rasti
hybrid mutual funds – mešani vzajemni skladi
index mutual funds – indeksi vzajemni skladi
large cap – veliko podjetje glede na tržno kapitalizacijo
load funds – skladi s provizijo
marketing expense 12b-1 fee – marketinška oziroma distribucijska provizija
mid cap – srednje veliko podjetje glede na tržno kapitalizacijo
moderate growth funds – vzajemni skladi zmernе rasti
money market mutual funds – vzajemni skladi denarnega trga
mutual funds – vzajemni skladi
no load funds – skladi brez provizije
open-end investment funds – odprti investicijski skladi
performance persistance – vztrajanje pri določeni donosnosti
purchasing power parity – pariteta kupne moči
redemption fee – izstopna provizija
regional mutual funds – geografsko usmerjeni vzajemni skladi
sector mutual funds – sektorsko oziroma panožno usmerjeni vzajemni skladi
small cap – majhno podjetje glede na tržno kapitalizacijo
survivorship bias – pojav pristranskosti preživetja
value investment policy – naložbena politika vzajemnega sklada, ki je usmerjena v
investiranje podcenjenih podjetij glede na primerljive konkurente

Priloga 2

Excel izpisi (enostavni linearni regresijski model)

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics

Multiple R	0,357786461
R Square	0,128011151
Adjusted R Square	0,123220004
Standard Error	0,183234609
Observations	184

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,897063676	0,897063676	26,71826548	6,15685E-07
Residual	182	6,110635781	0,033574922		
Total	183	7,007699457			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,02666207	0,015585082	1,710743031	0,088832424	-0,004088606	0,057412746	0,004088606	0,057412746
X Variable 1	1,614490438	0,31234269	5,168971414	6,15685E-07	0,998212062	2,230768813	0,998212062	2,230768813

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,346402997
R Square	0,119995037
Adjusted R Square	0,115023257
Standard Error	0,184269662
Observations	179

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,81951915	0,81951915	24,13522918	2,03431E-06
Residual	177	6,010089584	0,033955308		
Total	178	6,829608733			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,011566418	0,020469912	-0,565044805	0,572758756	-0,051962912	0,028830077	-0,051962912	0,028830077
X Variable 1	0,493069651	0,100365062	4,912761869	2,03431E-06	0,2950035	0,691135802	0,2950035	0,691135802

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,339415768
R Square	0,115203064
Adjusted R Square	0,110028812
Standard Error	0,175931074
Observations	173

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,689130761	0,689130761	22,26468364	4,91681E-06
Residual	171	5,292748014	0,030951743		
Total	172	5,981878775			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,014850357	0,020281727	-0,732203774	0,465046563	-0,054885146	0,025184432	-0,054885146	0,025184432
X Variable 1	0,224429387	0,047563243	4,718546772	4,91681E-06	0,130542689	0,318316086	0,130542689	0,318316086

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,212877247
R Square	0,045316722
Adjusted R Square	0,038822278
Standard Error	0,169985023
Observations	149

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,201621957	0,201621957	6,97776775	0,009145652
Residual	147	4,247551474	0,028894908		
Total	148	4,449173431			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,093613157	0,024601219	3,805224249	0,000207304	0,044995408	0,142230905	0,044995408	0,142230905
X Variable 1	-0,047424398	0,017953271	-2,641546469	0,009145652	-0,082904249	-0,011944548	-0,082904249	-0,011944548

Priloga 3

Excel izpis (multipli linearni regresijski model)

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,278937354
R Square	0,077806047
Adjusted R Square	0,03051405
Standard Error	0,039555059
Observations	42

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	2	0,005148252	0,002574126	1,645226495	0,206079249
Residual	39	0,061019505	0,001564603		
Total	41	0,066167757			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,000296839	0,008193799	0,036227234	0,971285968	-0,016276684	0,016870362	-0,016276684	0,016870362
X Variable 1	0,52213116	0,288056819	1,812597813	0,077597115	-0,060518747	1,104781067	-0,060518747	1,104781067
X Variable 2	0,003292736	0,013572316	-0,242606824	0,809581378	-0,030745336	0,024159863	-0,030745336	0,024159863