

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**MERJENJE USPEŠNOSTI
UPRAVLJANJA
VZAJEMNIH SKLADOV
IN NJIHOVO RANGIRANJE
NA NJENI PODLAGI**

Ljubljana, maj 2007

JAN KORADIN

IZJAVA

Študent JAN KORADIN izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. ALEKSANDRE GREGORIČ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. INVESTICIJSKI SKLADI	2
1.1. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE	2
1.2. VZAJEMNI SKLADI	3
1.2.1. KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV	3
1.2.1.1. Zaprti investicijski skladi	3
1.2.1.2. Odprti oz. vzajemni skladi	4
Delniški vzajemni sklad	5
Obvezniški vzajemni sklad	5
Mešani ali hibridni vzajemni sklad	6
1.2.2. PREDNOSTI IN SLABOSTI VZAJEMNIH SKLADOV	6
2. MERJENJE USPEŠNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV	7
2.1. SHARPEOV KOEFICIENT	9
2.2. TREYNORJEV KOEFICIENT	10
2.3. MERILO USPEŠNOSTI "ALFA"	11
2.4. INFORMACIJSKI KOEFICIENT	12
2.5. MERILO USPEŠNOSTI M^2	14
2.6. MERILO USPEŠNOSTI T^2	14
3. METODE OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV	15
3.1. METODOLOGIJA OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV "STANDARD & POOR'S"	15
3.1.1. OCENJEVANJE IN RANGIRANJE VZAJEMNIH SKLADOV Z ZVEZDICAMI (Standard & Poor's Star Ranking)	15
3.1.2. DOLOČANJE ŠTEVILA ZVEZDIC	17
3.1.3. KLJUČNA DEJSTVA OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV Z ZVEZDICAMI	17
3.2. OCENA KAKOVOSTI UPRAVLJANJA (Standard & Poor's Fund Management Rating)	18
3.3. PRIMERJALNA TABELA STANDARD & POOR'SOVE METODOLOGIJE OCENJEVANJA VZAJEMNIH SKLADOV	21
3.4. METODOLOGIJA OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV "MORNINGSTAR"	22
3.4.1. RAZVOJ METODOLOGIJE MORNINGSTAR	22
3.4.2. KATEGORIJE VZAJEMNIH SKLADOV	24
3.4.3. VRSTE PROFILI IN KATEGORIJE VZAJEMNIH SKLADOV	24
3.4.4. IZRAČUN USPEŠNOSTI POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV	25
3.4.5. TVEGANJU PRILAGOJENA DONOSNOST (Morningstar risk adjusted return-MRAR)	25

3.4.6. OCENJEVANJE IN RANGIRANJE VZAJEMNIH SKLADOV <i>(The Morningstar Rating for Funds)</i>	27
3.4.7. PREDNOSTI OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV Z METODO MORNINGSTAR	31
3.5. MORNINGSTAR "STYLE BOX"	31
3.5.1. VELIKOST PODJETIJ	32
3.5.2. VRSTE PODJETJI	32
3.5.3. PREDNOSTI, KI JIH INVESTITORJEM PRINAŠA MORNINGSTAR "STYLE BOX"	33
4. OCENJEVANJE IN RANGIRANJE VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	33
4.1. GLOBALNI DELNIŠKI VZAJEMNI SKLADI	34
4.2. DELNIŠKI VZAJEMNI SKLADI USMERJENI NA HITRO RASTOČE TRGE	36
4.3. GLOBALNI MEŠANI VZAJEMNI SKLADI	37
4.4. GLOBALNI OBVEZNIŠKI VZAJEMNI SKLADI	38
5. OCENJEVANJE IN RANGIRANJE TUJIH VZAJEMNIH SKLADOV, KI SE TRŽIJO V SLOVENIJI	39
6. NAGRADE ZLATI "V"	40
6.1 KATEGORIJE	40
6.2 KRITERIJ IZBORA ZA PODELITEV NAGRAD ZA LETO 2006	41
6.3 MERILA ZA IZBOR ZA LETO 2006	41
7. OCENA IN KOMENTAR TRENUTNEGA STANJA NA PODROČJU OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	42
SKLEP	43
LITERATURA	45
VIRI	46

UVOD

Vlagatelji morajo, v skladu s številnimi naložbenimi možnostmi, opredeliti stopnjo tveganja, ki so jo pripravljene sprejeti. Vsaka naložba prinaša določeno tveganje, od katerega je odvisna donosnost naložbe. Različne kombinacije tveganja in donosnosti naložb ponujajo tudi vzajemni skladi. Le-ti predstavljajo zelo privlačno obliko varčevanja še posebej v zadnjem času, ko smo priča bistveno nižjim bančnim obrestnim meram kot v preteklosti. To je razlog, da pridobiva na pomenu alternativna oblika varčevanja, kot so vzajemni skladi.

Vzajemni sklad je nastal iz potrebe varčevalcev, da bi iz svojega denarja dobili več, kot jim ponuja banka, po drugi strani pa so imeli ti vlagatelji premalo znanja, sredstev ali časa, da bi investirali v kakršnokoli obliko vrednostnih papirjev. Ti denar raje zaupajo strokovnjakom, ki se poklicno ukvarjajo s finančnimi naložbami in imajo potrebna znanja, izkušnje predvsem pa dobre in prave informacije o stanju na trgu vrednostnih papirjev.

Namen diplomskega dela je razložiti pomen merjenja uspešnosti in rangiranja vzajemnih skladov. Ti dve kategoriji postajata vse bolj pomembni, saj, ob množici vzajemnih skladov na trgu (v Sloveniji ji je trenutno več kot 230), prikazujeta in ločujeta dobre vzajemne sklade od tistih povprečnih ali slabih.

Diplomsko delo je razdeljeno v sedem vsebinskih sklopov.

Uvodu sledi predstavitev investicijskih skladov, družb za upravljanje in natančna razvrstitev vzajemnih skladov. Vzajemni skladi so razvrščeni na podlagi več lastnosti, zato je pomembno da vsi, ki imajo kakršnikoli stik z njimi, poznajo njihove osnovne razdelitve ter seveda njihove prednosti in slabosti. V drugem poglavju so opisani alternativni kazalci za merjenje uspešnosti vzajemnih skladov. V tem poglavju so natančno določene vse karakteristike in postopki za izračun teh kazalcev, ki so v Sloveniji še dokaj nepoznani, v tujini pa so že stalnica v sektorju vzajemnih skladov. Tretje poglavje je namenjeno metodi ocenjevanja in rangiranja vzajemnih skladov Standard & Poor's. Ta metoda daje večji pomen v končni oceni kvalitativnim podatkom. Sestavljena je iz dveh osnovnih faz v procesu ocenjevanja, zato je vsaka od njiju opisana ločeno. Prva je metoda ocenjevanja in rangiranja vzajemnih skladov z dodeljevanjem zvezdic, druga je ocena kakovosti upravljanja vzajemnih skladov, ki so jim bile v prvi fazi dodeljene zvezdice. V drugem delu tretjega poglavja sledi metoda ocenjevanja in rangiranja vzajemnih skladov Morningstar. Ta metoda za razliko od metode Standard & Poor's daje v končni oceni večjo težo kvantitativnim podatkom. V tem razdelku je natančno pojasnjeno, kakšne so vrste, profili in kategorije vzajemnih skladov v tej metodi ter kakšen je postopek izračuna ocene in razvrščanja posameznega vzajemnega sklada. Na koncu tretjega poglavja je dodatno predstavljena še metodologija Morningstar "style box", ki je v pomoč za boljše razumevanje metode Morningstar. V četrtem poglavju sledi analiza nekaterih slovenskih vzajemnih skladov z alternativnimi kazalci, ki so bili predstavljeni v drugem poglavju. V petem poglavju so navedeni vsi tuji vzajemni skladi z ocenami analitskih agencij Standard & Poor's in Morningstar, ki imajo dovoljenje za trženje v Sloveniji. V predzadnjem, šestem poglavju je predstavljena slovenska metoda ocenjevanja in rangiranja vzajemnih skladov Zlati "V". V zadnjem poglavju sem še podal subjektivni komentar trenutnega stanja na področju ocenjevanja in razvrščanja vzajemnih skladov v Sloveniji.

1. INVESTICIJSKI SKLADI

Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo denarna sredstva z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev (investicijske družbe) oziroma investicijskih kuponov (vzajemni skladi) ter zbrana sredstva investirajo v različne vrste naložb, ki tvorijo portfelj sklada. Namenjeni so predvsem malim investitorjem, ki zaradi pomanjkanja časa, informacij, denarja ali neznanja ne želijo sami investirati v vrednostne papirje, temveč to prepuščajo strokovnjakom (Prohaska, 1999, str. 7). Investicijski sklad je po ZISDU-1 lahko vzajemni sklad (odprti sklad) ali investicijska družba (zaprti sklad). Najpomembnejša razlika med tema vrstama skladov je, da vzajemni sklad za razliko od investicijske družbe ni pravna oseba, zato je premoženje vzajemnega sklada ločeno od premoženja investicijske družbe in ni predmet stečajne mase v primeru propada podjetja. Vlagatelj v investicijske družbe lahko unovči vrednostne papirje investicijske družbe ali vzajemnega sklada, ki kotira na borzi, s prodajo na sekundarnem trgu kapitala, torej mora dobiti kupca teh delnic, medtem ko se deleže vzajemnih skladov, s katerimi se na borzi ne trguje, lahko proda imetniku kupona vzajemnega sklada. To pomeni, da lahko investitor kupi ali proda posamezne enote premoženja sklada ob vsakem času. Cena teh kuponov se določa dnevno, tako da se tržna vrednost vseh naložb v aktivih deli s številom izdanih investicijskih enot sklada (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 165).

1.1. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE

V skladu iz ZISDU-1 je družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU) gospodarska družba, ki se ustanovi izključno z namenom upravljanja investicijskih skladov. DZU mora pred vpisom ustanovitve v sodni register pridobiti dovoljenje Agencije za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov. DZU je organizirana kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo v smislu določil Zakona o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93). Družbeniki oz. delničarji so lahko domače in tuje fizične ali pravne osebe, s tem da tuje fizične ali pravne osebe ne morejo posredno ali neposredno pridobiti deleža v DZU, ki je večji od 20 odstotkov, brez soglasja Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP). Najnižji znesek osnovnega kapitala DZU-ja je 20.865,00 € (50 milijonov SIT). Če skupna vrednost celotnega premoženja v upravljanju, ki ga DZU upravlja za račun investicijskih skladov, presega 250.375.563,00 € (60 milijard SIT), mora DZU poleg osnovnega kapitala zagotoviti še dodaten kapital v višini 0,02 odstotka vrednosti razlike med premoženjem v upravljanju.

Storitve upravljanja investicijskih skladov obsegajo (ZISDU-1, 2002):

1. Upravljanje premoženja investicijskih skladov
2. Druge storitve upravljanja investicijskih skladov

Med druge storitve upravljanja investicijskih skladov sodijo:

- ✓ trženje investicijskih skladov, prodaja investicijskih kuponov oz. delnic skladov,
- ✓ administrativne storitve (vodenje poslovnih knjig, pravne storitve, odnosi z vlagatelji, vrednotenje premoženja, pregledovanje usklajenosti, poročanje in javno objavljane informacij, razdelitev dobička, vodenje evidenc itd.),
- ✓ druge storitve, potrebne za učinkovito upravljanje premoženja investicijskih skladov.

Premoženje vzajemnega sklada mora DZU ločiti od svojega premoženja in od premoženja drugih investicijskih skladov, ki jih upravlja. DZU lahko opravlja tudi storitve upravljanja

finančnega premoženja dobro poučenih vlagateljev, vendar le pod pogojem, če upravlja tudi premoženje vsaj enega vzajemnega sklada. Za opravljanje storitev upravljanja investicijske družbe je DZU upravičena do plačila letne provizije za upravljanje (Zaletelj, 2006, str. 6).

V Sloveniji so DZU organizirane v Združenje družb za upravljanje, ki imajo za cilj pospeševanje in izboljševanje dejavnosti svojih članic, še posebej:

- ✓ pospeševanje razvoja trga vrednostnih papirjev in z njim povezanih institucij;
- ✓ oblikovanje stališč v zvezi z zakonodajo, ki ureja področje investicijskih skladov, DZU in lastninskega preoblikovanja, ter posredovanje stališč pristojnim organom;
- ✓ sodelovanje v strokovnih skupinah, ki pripravljajo zakonske in podzakonske akte s področja upravljanja investicijskih skladov in lastninskega preoblikovanja;
- ✓ enotno zastopanje in zaščita interesov v odnosih do državnih organov, ki nadzirajo trg vrednostnih papirjev,
- ✓ oblikovanje in uveljavljanje kodeksa etičnosti v poslovanju DZU in drugih udeležencev trga vrednostnih papirjev.

1.2. VZAJEMNI SKLADI

Vzajemni sklad – premoženje v obliki vrednostnih papirjev in denarja je – v izključni lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote oz. točke, investicijski kupon se glasi na eno ali več enot premoženja. Investicijski kuponi dajejo njihovim imetnikom pravico do sorazmernega deleža prihodka družbe, ki ga upravlja in ga ustvari z vanj vloženimi sredstvi. Vzajemni skladi sodijo med odprte investicijske sklade, ki zbirajo prihranke tako, da varčevalci kupijo njihove delnice oz. kupone. Vzajemni skladi so odprti skladi, ker obseg izdanih delnic ni omejen, vsak dan se jih izda toliko, kolikor je po njih povpraševanja. Lastniki delnic lahko te delnice kadarkoli unovčijo pri vzajemnem skladu po dnevni tržni vrednosti, lahko pa so delnice sklada predmet prodaje in nakupa na trgu vrednostnih papirjev. Tako mora imeti vzajemni sklad vedno dovolj rezerv v denarju, da so delnice unovčljive (Mramor, 1993, str. 93).

1.2.1. KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV

Naslednja delitev je oblikovana glede na vrsto obveznosti sklada. Po tem kriteriju delimo vzajemne sklade na v nadaljevanju navedene (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 937).

1.2.1.1. Zaprti investicijski skladi

Zaprti skladi ali angleško *Closed-End Investment Funds* so najstarejši investicijski skladi, katerih značilnost je stalni obseg kapitala. Ob nastanku izdajo določeno 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. Tako so zaprti investicijski skladi po svojem načinu delovanja zelo podobni delniškim družbam, le da je njihova izključna dejavnost nalaganje premoženja v finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. 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 potrebno obdržati dela premoženja v gotovini, saj niso dolžni izplačati vlagatelja, ki želi

izstopiti iz sklada. Zaradi fiksnega števila delnic k njim ne priteka nov kapital, temveč gospodarijo s kapitalom pridobljenim ob ustanovitvi oz. z dobički, ki jih ustvarjajo na podlagi vlaganj.

Danes zaprti investicijski skladi predstavljajo skromen delež sredstev, vloženih v sklade. Skladi se med seboj razlikujejo po področju vlaganja, bodisi v delnice ali obveznice različnih subjektov, različne gospodarske panoge in različne dele sveta. Zaprte sklade delimo v tri večje skupine:

- ✓ **diverzificirani zaprti skladi** (*angl. diversified closed-end funds*): vlagajo v širok krog vrednostnih papirjev;
- ✓ **skladi z dvojnim namenom** (*angl. dual-purpose funds*): imajo enak delež kapitalnih in dohodkovnih delnic; lastniki kapitalnih delnic dobijo vse neto kapitalske dobičke premoženja, lastniki dohodkovnih delnic pa ves dohodek premoženja; ti skladi so časovno omejeni, ob zapadlosti lahko dohodkovne delnice odprodajo ali pa jih, enako kot kapitalske delnice, zamenjajo za delnice sklada;
- ✓ **specializirani zaprti skladi** (*angl. specialized closed-end funds*): imajo portfelje omejene glede na tip vrednostnih papirjev, gospodarsko panogo, skupino panog ali geografsko okolje.

1.2.1.2. Odprti oz. vzajemni skladi

Odprti skladi ali angleško *Open-End Investment Funds*, ki so po naravi skladi s spremenljivim obsegom kapitala, so se razvili iz zaprtih investicijskih skladov in so danes daleč pogostejša oblika vlaganj v sklade. Vlagatelj v vzajemni sklad prosto pristopa in iz njega izstopa, z nakupom ali prodajo enot vzajemnega sklada. Z nakupom pridobi investicijski kupon in postane lastnik dela vzajemnega sklada, sorazmerno s svojim vložkom. Število enot vzajemnega sklada ni omejeno, izdajajo se dnevno glede na povpraševanje. Odprti investicijski skladi nudijo investitorjem možnost diverzifikacije vrednostnih papirjev (različne vrste in oblike), kar sicer manjšim investitorjem ni dostopno. To zmanjšuje tveganje naložbe. Na osnovi donosa in tveganja lahko vzajemne sklade razdelimo v tri skupine:

- ✓ **skladi agresivne rasti** (*angl. aggressive growth funds*): ti skladi vlagajo sredstva predvsem v visoko tvegane vrednostne papirje, kar jim omogoča doseganje visokih donosov;
- ✓ **skladi zmerno rasti** (*angl. moderate growth funds*): pri teh skladih gre za povprečno rast kapitala, investitorji pa so pripravljeni nositi zmerno tveganje, sredstva se nalagajo v kombinacijo bolj tveganih in visoko donosnih in manj tveganih ter nižje donosnih vrednostnih papirjev;
- ✓ **skladi zadržane rasti** (*angl. conservative growth funds*): sredstva so naložena predvsem v nizko donosne in manj tvegane vrednostne papirje, ker je težnja investitorjev predvsem k izenačevanju tveganja oz. minimizacijo le-tega.

Vzajemne sklade je mogoče ločiti tudi po tem, kako financirajo upravljanje premoženja:

- ✓ **skladi s provizijo** (*angl. load funds*): skladi prodajo in razporeditev/razdelitev delnic prepustijo različnim posredniškim podjetjem; ta podjetja kupcem svetujejo izbiro ustreznega sklada in pokrivajo stroške distribucije, za kar pa zaračunavajo določeno prodajno oz. vstopno provizijo; tako se zmanjša količina kapitala, ki ga investitor dejansko vложи v investicijski sklad;

- ✓ **skladi brez provizije** (*angl. no-load funds*): so skladi, s katerimi se ne trguje preko posrednikov, zato tudi ni potrebno plačati prodajne oz. vstopne provizije; kupci morajo sklad sami poiskati in se odločiti, ali je zanje primeren; pri tem morajo investitorji navadno plačati določeno simbolično provizijo, če se odločijo vrednostne papirje prodati pred potekom določene dobe; na ta način se skušajo skladi izogniti kratkoročnemu trgovanju z njihovimi vrednostnimi papirji, kar bi jim prineslo visoke transakcijske stroške.

Investitorji morajo biti pozorni tudi na druge oblike provizij in stroškov (*angl. back-load funds*), kjer se plačuje provizija ob prodaji vrednostnih papirjev, provizije za pokrivanje distribucijskih stroškov, provizije za pridobivanje novih delničarjev ...). Pri vsem tem je govora zgolj o prodajnih oz. vstopnih provizijah, medtem ko se upraviteljske provizije (namenjene upravljanju sklada) zaračunavajo pri vseh vrstah skladov.

Najbolj razširjena pa je razvrstitev vzajemnih skladov glede na naložbeno politiko oz. glede na prevladujočo vrsto finančnih naložb, ki jo imajo v svojem premoženju:

- ✓ delniški skladi (investirajo v delnice),
- ✓ obvezniški skladi (investirajo v obveznice),
- ✓ hibridni skladi (mešana sestava delnic in obveznic),
- ✓ vzajemni skladi denarnega trga (investirajo v kratkoročne vrednostne papirje)
- ✓ skladi skladov (vlagajo sredstva v druge sklade).
- ✓ indeksirani skladi - ETF (investirajo v delnice, na podlagi katerih se izračunava borzni indeks).

V nadaljevanju so natančneje predstavljeni najpogostejši trije, to so delniški, obvezniški in mešani skladi.

Delniški vzajemni sklad

Je sklad, namenjen vlagateljem, ki zahtevajo visoke donose svojih naložb in so hkrati pripravljeni sprejeti naložbeno tveganje. Upravitelji skladov investirajo sredstva sklada v delnice podjetij glede na:

- ✓ dejavnost podjetja,
- ✓ trenutno gibanje cen delnic na trgu,
- ✓ oceno bodočih dobičkov in rasti podjetja,
- ✓ preteklo dogajanje na trgu vrednostnih papirjev.

Najpogostejše so naložbe v delnice proizvodnih podjetij, v dejavnostih z nadpovprečno donosnostjo ali visoko pričakovano stopnjo rasti. Pogosto je tudi vlaganje v storitvena podjetja, predvsem na finančnem področju. Ti skladi so srednje tvegani in imajo navadno visoko donosnost. Primerni so za daljšo dobo vlaganja, in sicer nad pet let.

Obvezniški vzajemni sklad

Je sklad, katerega upravitelji vlagajo predvsem v obveznice in druge vrednostne papirje s fiksnim donosom. To so predvsem državni vrednostni papirji in vrednostni papirji Banke Slovenije. Zaradi fiksne vrednosti obveznic, v katere skladi vlagajo, so naložbe v take sklade

netvegane, vendar pa je tudi njihova donosnost majhna, primerljiva z donosnostjo vezanih bančnih vlog. Primerni so predvsem za dobo varčevanja tri leta ali več.

Mešani ali hibridni vzajemni sklad

Ta sklad vlaga tako v različne delnice kot tudi obveznice in druge vrednostne papirje. Gre za zmerno tvegane naložbe, ki prinašajo tako varnost donosov naložb na krajši rok kot tudi sorazmerno visoke povprečne letne donose na daljši rok. Z vlaganjem v delnice stabilnih podjetij želijo dosežati kapitalske dobičke, z naložbami v obveznice pa zmanjšujejo tveganje.

1.2.2. PREDNOSTI IN SLABOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

Podobno kot ostale oblike investiranja oziroma vlaganja ima tudi vzajemni sklad svoje dobre in slabe strani. Ker vložena sredstva v vzajemne sklade po vsem svetu, tudi v Sloveniji močno rastejo, prinašajo vzajemni skladi naslednje prednosti.

✓ Razpršitev premoženja

Vzajemni skladi svoje premoženje razpršijo med veliko število različnih vrednostnih papirjev. S tem zmanjšajo t. i. nesistematično tveganje na minimalno raven. Mali investitor lahko relativno majhen vložek preko vzajemnega sklada razprši med več sto vrednostnih papirjev, medtem ko bi lahko sam s tem istim zneskom vlagal v bistveno manj različnih naložb in bil tako izpostavljen večjemu tveganju.

✓ Profesionalno upravljanje z naložbami

DZU, ki upravlja premoženje vzajemnih skladov, ima izkušene upravljavce in strokovnjake v analitski službi, ki spremljajo kapitalske trge in s pravo naložbeno politiko poskušajo kar najboljše naložiti sredstva v upravljanju. Razpolagajo z znanjem, ki ga navaden investitor ponavadi nima. To je tudi najpomembnejša lastnost vzajemnih skladov.

✓ Likvidnost

Likvidnost je zmožnost dostopa do investiranega denarja in je bistvenega pomena za vlagatelja, ki v sorazmerno kratkem času potrebuje denar, da lahko brez težav pride do svojih prihrankov.

✓ Prilagodljivost

Posameznik v vzajemni sklad vplača kadarkoli želi in kolikršen znesek hoče; vložek je tako odvisen le od vlagatelja. Edina omejitev je minimalni vložek, ki je običajno enak investicijski enoti – točki.

✓ Preglednost

Vlaganje sredstev v vzajemne sklade je zelo pregledno, saj je vlagatelju v vsakem trenutku znano, koliko je vredno njegovo premoženje.

✓ Strog nadzor poslovanja

Poslovanje je pod strogim nadzorom raznih državnih institucij in stroge zakonodaje, in sicer predvsem ATVP, kar zagotavlja varnost investitorjev.

✓ Zasebnost podatkov

Dostop do podatkov o lastništvu investicijskih kuponov posameznega sklada v Sloveniji imata samo DZU, ki s skladom upravlja, in banka skrbnica. Podatke morata skrbno varovati; DZU jih lahko razkrije samo na podlagi pisnega dovoljenja imetnika ali na pisno zahtevo sodišča oziroma katerega koli drugega pristojnega državnega organa, na pisno zahtevo Agencije za trg vrednostnih papirjev.

V nasprotju s številnimi prednostmi, ki jih prinašajo vzajemni skladi, imajo le-ti tudi nekatere slabosti.

✓ **Stroški in provizije**

DZU zaračunava različne provizije in stroške pri upravljanju vzajemnega sklada. Poznamo vstopno in izstopno provizijo, ki direktno bremenita vlagatelja ter skrbniško in upravljavsko provizijo, ki bremenita vzajemni sklad. Vstopne provizije se gibljejo od 2 do 4 %, v tujini tudi do 8 %, izstopne pa od 1 do 3 % v tujini tudi do 5 % ČVS (čista ali neto vrednost sredstev) posameznega vlagatelja. Večina skladov v Sloveniji ima 3-odstotne vstopne stroške, medtem ko izstopnih stroškov ne zaračunava. Upravljavska provizija se v Sloveniji giblje med 1 do 3 % ČVS, v tujini pa so te provizije nekoliko nižje.

✓ **Omejeno odločanje vlagatelja**

Posamezen investitor lahko na podlagi naložbene politike vzajemnega sklada, njegovih ciljev in preteklih donosov predvidi, kateri vzajemni sklad je zanj najbolj primeren. To je pa tudi vse, kar lahko naredi glede vpliva na upravljanje njegovega premoženja, saj vlagatelj ne more vplivati na sestavo portfelja vzajemnega sklada.

✓ **Število vzajemnih skladov**

Vlagatelj ima težko delo pri odločanju, v kateri vzajemni sklad bo naložil svoje prihranke, saj je število vzajemnih skladov na trgu vedno večje in večje. Tako trg vzajemnih skladov postaja vedno bolj nepregleden, konkurenčni boj za vlagatelje med DZU pa vse ostrejši.

✓ **Zasledovanje pretežno kratkoročnih ciljev**

Nekateri vzajemni skladi sledijo predvsem kratkoročnim ciljem in želijo na hitro izboljšati poslovne rezultate z namenom, da pridobijo čim večje število investorjev in njihovih naložb.

2. MERJENJE USPEŠNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

Uspešnost upravljanja vzajemnih skladov je, tako kot v drugih finančnih sektorjih, merjena z njihovo donosnostjo. Temeljne značilnosti, ki so pomembne za izdelavo metodologije za merjenje uspešnosti vzajemnih skladov, so (Berk, Košak, 2005, str. 3):

- ✓ upoštevanje celotne donosnosti (tekočega dohodka, realiziranih in nerealiziranih kapitalskih dobičkov),
- ✓ upoštevanje donosnosti po odštetju stroškov naložbene oblike vzajemnega sklada,
- ✓ upoštevanje donosnosti obdobja v smislu geometrijske povezave donosnosti posameznih krajših obdobj,
- ✓ upoštevanje donosnosti denarnih nadomestkov, namenjenih za obvladovanju likvidnostnega tveganja.

Finančno gledano je najuspešnejši tisti vzajemni sklad, ki dosega najugodnejše razmerje med tveganjem in pričakovano donosnostjo. Pri merjenju uspešnosti je treba poleg donosnosti upoštevati še preostale faktorje, ki dejansko prispevajo h končnemu rezultatu poslovanja. Velik prispevek k temu pomeni tudi tveganje poslovanja vzajemnih skladov. Vzajemni sklad v vsakodnevem poslovanju srečuje s celo vrsto tveganj (Prospekt delniškega vzajemnega sklada Ilirika Vzhodna Evropa, str. 3, 2006).

1. Naložbeno tveganje: odraža stopnjo negotovosti donosa naložbe vzajemnega sklada. Bolj kot je negotov donos vzajemnega sklada, večje je naložbeno tveganje. Vrednost naložb vzajemnega sklada lahko narašča ali upada, glede na spremembe v gospodarstvu, v političnih razmerah ali glede na izdajateljevo stanje. Naložbeno

tveganje vzajemnega sklada je odvisno od dejavnikov, ki vplivajo na posamezno naložbo vzajemnega sklada (nesistematično tveganje), in tistih, ki vplivajo na vse ali večino naložb vzajemnega sklada (sistematično tveganje).

2. Likvidnostno tveganje: nastopi kadar zaradi velikih izplačil enot premoženja vlagateljem vzajemni sklad svojih naložb ne more unovčiti brez večjih negativnih posledic.
3. Valutno tveganje: je tveganje spremembe vrednosti naložb vzajemnega sklada, ki niso vezane na domačo valuto, zaradi nihanja deviznih tečajev nasproti evru.
4. Obrestno tveganje: vrednost naložb vzajemnega sklada v dolžniške vrednostne papirje lahko niha zaradi sprememb v obrestnih merah na kapitalskih trgih. Cena dolžniških vrednostih papirjev v portfelju vzajemnega sklada bo upadla, če se bo dvignila zahtevana obrestna mera na kapitalskih trgih in obratno.
5. Tveganje kreditne bonitete: pri naložbah v dolžniške vrednostne papirje obstaja tveganje, da nekateri izdajatelji ne bodo mogli poplačati svojih obveznosti, poleg tega pa je izdajatelj lahko podvržen pomembnejšim spremembam v svojem finančnem stanju, ki lahko znižajo kreditno boniteto izdajatelja, kar lahko pripelje do večje cenovne občutljivosti dolžniškega vrednostnega papirja. Sprememba v kakovosti bonitetne ocene izdajatelja lahko vpliva tudi na zmanjšanje likvidnosti dolžniškega vrednostnega papirja, zaradi česar ga je težje prodati.
6. Tveganje neizpolnitve obveznosti oziroma tveganje poravnave: tveganje neizpolnitve nasprotne stranke obstaja, če v poslovnem sodelovanju s stranko prihaja do razlik med dejanskim in pogodbeno ter zakonsko določenimi pravili in načini izpolnitve obveznosti. Tveganje neizpolnitve nasprotne stranke je tveganje, da nasprotna stranka ne bo izpolnila svojih obveznosti v pogodbeno določenem roku ali obsegu ali da obveznosti ne bo nikoli izpolnila ter tudi tveganje, da nasprotna stranka ne bo izpolnila svojih obveznosti v skladu z drugimi pogodbenimi ali zakonskimi določili.
7. Tveganje skrbništva: je tveganje spremembe vrednosti naložb vzajemnega sklada in spremembe varnosti poslovanja, ki izhajajo iz napak skrbnika pri opravljanju skrbniških storitev.
8. Deželno tveganje: je tveganje nestalnosti (volatilnosti) političnih, ekonomskih in socialnih razmer v posamezni državi, v kateri je sedež organizatorja trga, ki zagotavlja poravnave obveznosti iz sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji na tem trgu. Na deželno tveganje upravljavca oziroma družba, ki upravlja s premoženjem vzajemnega sklada, nimata in ne moreta imeti vpliva, lahko pa jih z optimalno diversifikacijo poskušata v čim večji meri odpraviti.
9. Tveganje, ki izhaja iz koncentracije naložb na geografsko omejenem območju: do tega tveganja prihaja pri naložbah v vrednostne papirje, ki so omejene na določeno geografsko območje, tveganje nestalnosti (volatilnosti) političnih, ekonomskih in socialnih razmer v državah tega geografsko omejenega območja, ki je posledica vezanosti teh držav na določeno geografsko omejeno območje, na katere pa upravljavca oziroma družba, ki upravlja vzajemni sklad nimata vpliva.
10. Politično tveganje: je tveganje, vezano na načelno možnost, da imajo trgi, kjer so prisotne naložbe vzajemnega sklada eventualno politično krizo, kar pomeni negativen vpliv na kapitalski trg države s politično krizo ter posledično vpliv na gibanje čiste vrednosti premoženja vzajemnega sklada. To tveganje je povsem izven vpliva upravljavca oziroma DZU-ja.
11. Tveganje spremembe davčne zakonodaje: predstavlja možnost, da zakonodajalec posamezne države spremeni davčne predpise na način, ki bi negativno vplival na

dobičkonosnost vzajemnega sklada. To tveganje je povsem izven vpliva upravljalca oziroma DZU-ja.

12. Tveganje zaradi naložb v druge vzajemne sklade: naložbe vzajemnega sklada v druge vzajemne sklade imajo lahko za posledico povečanje obstoječih stroškov zaradi dodatnih stroškov (vstopne, izstopne, upravljalvske in skrbniške provizije).

V nadaljevanju so natančneje analizirane metode, namenjene izračunu standardnih mer uspešnosti upravljanja portfeljev. Mere so primerne kot pripomoček za rangiranje portfeljev, medtem ko posamezna vrednost kazalcev v večini primerov nima posebne vsebine. Najbolj razširjene standardne mere so Sharpeov, Treynorjev, Jensenov koeficient, informacijski kazalec, merili uspešnosti M^2 in T^2 in druge.

2.1. SHARPEOV KOEFICIENT

Sharpeov kazalec merjenja uspešnosti vzajemnih skladov je odkritje Nobelovega nagrajenca Williama F. Sharpea. Kazalec predstavlja absolutno mero uspešnosti in primerja presežno donosnost premoženja z variabilnostjo njegove donosnosti v preučevanem obdobju. Sharpeov koeficient prikazuje realizirano presežno donosnost na enoto celotnega tveganja danega premoženja, kjer celotno tveganje predstavlja standardni odklon preučevanega premoženja. Sharpeov koeficient je lahko tudi merilo nagrade na enoto tveganja (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 846). Sharpeov koeficient S izračunamo sledeče.

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

S predstavlja Sharpeov kazalec, R_p aritmetično povprečno donosnost vzajemnega sklada v preučevanem obdobju, R_f aritmetično povprečno donosnost netvegane portfelja v preučevanem obdobju in σ_{vs} standardni odklon (volatilnost) vzajemnega sklada v določenem obdobju.

Donosnost vzajemnega sklada izračunamo kot (Berk, Košak, 2005, str. 5):

$$R_p = \prod_{t=1}^n (1 + r_{vst})$$

Tu r_{vsi} predstavlja donosnost vzajemnega sklada v i -tem dnevu, ki je opredeljena kot razmerje vrednosti enote premoženja portfelja (VEP) za i -ti trgovalni dan v mesecu in predhodni dan $i-1$ ($VEP_{p(i)}$):

$$R_{pi} = \frac{VEP_{pi}}{VEP_{p(i-1)}} - 1, i = 1, 2, \dots, T$$

T pa predstavlja število trgovalnih dni v obdobju, za katerega se izračunava kazalec. Kot netvegana donosnost se v EU za namene izračuna presežnih donosnosti uporablja donosnost 10-letnih nemških državnih obveznic. Netvegano donosnost zapišemo kot:

$$R_f = \prod_{i=1}^N \left(\sqrt[N]{1 + \bar{r}_f} \right)$$

Standardni odklon donosnosti portfelja se izračuna kot:

$$\sigma_{vs} = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{i=1}^T \left(\frac{VEP_i}{VEP_{i-1}} - \left(\frac{\overline{VEP}_i}{\overline{VEP}_{i-1}} \right) \right)^2} \sqrt{T}$$

Tu T predstavlja število dni v preučevanem obdobju, za katerega se izračunava Sharpeov kazalec.

Sharpeov koeficient prikazuje učinkovitost poslovanja vzajemnega sklada. Pozitivna vrednost odraža učinkovito poslovanje, negativne vrednosti pa pomenijo slabo učinkovitost poslovanja. Višja kot je vrednost Sharpeovega koeficienta, večja je stopnja donosa na enoto tveganja.

Relevantnejše rezultate dobimo s primerjavo Sharpeovih koeficientov primerljivih (benčmark indeksa) vzajemnih skladov med seboj. Za primerljive sklade (benčmark indeksa) imamo vzajemne sklade s primerljivo investicijsko politiko (geografsko, po panogah), podobno sestavo portfelja (vrste vrednostnih papirjev), s podobnim odnosom do tveganja itd. Na osnovi Sharpeovega koeficienta lahko tudi izbiramo najboljše med skladi z različnimi investicijskimi politikami. Pri tem moramo opozoriti, da je Sharpeov koeficient primeren pokazatelj presežne donosnosti celotnega premoženja vzajemnega sklada na enoto celotnega, ni pa pravo merilo uspešnosti posameznih delov portfelja znotraj celotnega premoženja vzajemnega sklada.

2.2 TREYNORJEV KOEFICIENT

Treynorjev koeficient je imenovan po utemeljitelju te metode, Jacku Treynorju. V drugi polovici dvajsetega stoletja je dokazal, da se lahko primerjajo vzajemni skladi z različnimi investicijskimi politikami in različnimi tveganji kakor tudi pri prisotnosti volatilitnosti cen vrednostnih papirjev na borzi. Skrivnost tega koeficienta leži v tem, da za razliko od Sharpeovega koeficienta namesto celotnega tveganja (sistematično in nesistematično), donosnosti prilagodi le sistematični del tveganja. Sistematično tveganje je tako imenovano tržno tveganje, ki ga ne moremo odpraviti niti z optimalno diversifikacijo naložbe in je del vsakega vrednostnega papirja na trgu. Treynorjev koeficient izračunamo po naslednji formuli (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 846):

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

Tu je R_p aritmetično povprečje donosnosti dela portfelja v določenem obdobju, R_f je aritmetično povprečje netvegane donosnosti v tem obdobju in β_p koeficient beta preučevanega vzajemnega sklada v preučevanem določenem obdobju.

Za oblikovanje ustreznih zaključkov o učinkovitosti sklada je potrebno vrednost Treynorjevega koeficienta primerjati z rezultati primerljivih vzajemnih skladov. Pozitivna

oziroma relativno višja vrednost Treynorjevega koeficienta odraža učinkovitejše upravljanje vzajemnega sklada.

Glede na pomen koeficienta beta kot mere volatilnosti in sistematičnega tveganja Treynorjevi metodi ocenjevanja uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov bomo v nadaljevanju prikazali način njegovega izračuna. Koeficient beta meri volatilnost posameznega vrednostnega papirja (ali portfelja) v primerjavi z volatilnostjo vseh vrednostnih papirjev (ali portfeljev) na trgu. Gre za obseg sistematičnega tveganja posameznega vrednostnega papirja (ali portfelja), ki ga ta prispeva k tveganju celotnega premoženja in ga zato z razpršitvijo ni mogoče odpraviti (Mramor, 2000, str. 73). Izračunamo ga z linearno regresijo donosnosti vrednostnega papirja (ali portfelja). Kot rezultat regresije dobimo karakteristično premico preučevanega vrednostnega papirja (ali portfelja), koeficient beta pa odraža regresijski koeficient β_i , ki kaže njen naklon. Karakteristično premico preučevanega vrednostnega papirja lahko prikažemo na sledeč način (Francis, Ibbotson, 2002, str. 169):

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i * r_{M,t} + e_{i,t}$$

Tu je $r_{i,t}$ donosnost vrednostnega papirja i v danem časovnem obdobju t , $r_{M,t}$ donosnost tržnega indeksa (tržnega portfelja) v istem časovnem obdobju t , α_i in β_i sta oceni regresijske konstante in regresijskega koeficienta v obdobju t , $e_{i,t}$ pa nepojasnjena donosnost vrednostnega papirja i v obdobju t . Enačba karakteristične premice nam pokaže še, da je celotno donosnost vrednostnega papirja i v preučevanem obdobju t možno razdeliti na donosnost, ki se z razpršitvijo naložb spreminja ($\alpha_i + e_{i,t}$) in donosnost, ki pri tem ostaja enaka ($\beta_i * r_{M,t}$).

Matematično metodo koeficienta beta vrednostnega papirja i zapišemo na sledeč način:

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

Tu je $\text{cov}(r_i, r_M)$ kovarianca med donosnostjo i -tega vrednostnega papirja in donosnostjo tržnega portfelja (tržnega indeksa) v danem časovnem obdobju, $\text{var}(r_M)$ pa varianca donosnosti tržnega portfelja (indeksa) v istem časovnem preučevanem obdobju. Beta koeficient v višini 1,35 pomeni, da se bo ob povečanju (zmanjšanju) vrednosti povprečne naložbe na trgu vrednostih papirjev za določen odstotek, za 1,35-kratnik tega odstotka povečala (zmanjšala) tudi verjetnost preučevane naložbe. Beta torej meri prispevek posamezne naložbe k tveganju celotnega portfelja. Ali povedano drugače, meri usklajenost gibanja donosnosti vrednostnega papirja v obdobju t z donosnostjo njegovega primerjalnega ali benčmark indeksa.

2.3. MERILO USPEŠNOSTI "ALFA"

Tudi merilo uspešnosti "Alfa" je podobno kot Trynorjevo merilo, ker predpostavlja, da posamezen del premoženja ne more biti tako razpršen kot celoten portfelj, ter se nanaša na odnos med donosnostjo in nesistematičnim tveganjem. Kazalec "Alfa" je opredeljen kot razlika med povprečno donosnostjo preučevanega portfelja in pričakovano povprečno donosnostjo primerljivega portfelja. Jensnova Alfa meri dodano vrednost vseh naložb preučevanega portfelja ter preverja upravljavčeve zmožnosti napovedovanja bodočih gibanj (tako splošnih gibanj na trgu vrednostih papirjev kot tudi cenovnih gibanj posameznih vrednostih papirjev) tako, da ugotavlja, če je bila dosežena dodatna donosnost ob določeni

ravni tveganja portfelja (Kovačič: Magistrsko delo, 2005, str. 13). Pri tem pričakovano donosnost primerljivega portfelja predstavlja model določanja cen dolgoročnih naložb - CAPM (*angl. Capital Asset Pricing Model*). Jensnovo alfo torej izračunamo po sledeči formuli (Corrado, Jordan, 2004, str. 432):

$$\alpha_p = R_p - CAPM$$
$$\alpha_p = R_p - \left(R_f - \beta_p * (R_m - R_f) \right)$$

Tu α_p predstavlja mero uspešnosti "Alfa", ki meri zmožnost napovedovanja bodočih gibanj upravljavca, R_p predstavlja aritmetično povprečje donosnosti portfelja v preučevanem obdobju, R_f je stopnja donosnosti za netvegano naložbo, β_p je mera sistematičnega tveganja portfelja, R_m predstavlja aritmetično povprečje pričakovane stopnje donosnosti tržnega premoženja ali primerljivega tržnega indeksa na borzi¹.

Jensnova alfa je merilo, ki poskuša pojasniti, ali je donosnost portfelja primerna za njegovo stopnjo tveganja. Če je vrednost kazalca alfa pozitivna, potem je donosnost portfelja višja od donosnosti primerljivega portfelja, in obratno, če je negativna, je donosnost portfelja manjša od primerljivega portfelja.

Pomanjkljivost merila uspešnosti alfa je v tem, da je veljaven samo, kadar z neposredno primerjavo alf različnih portfeljev primerjamo portfelje z enakim sistematičnim tveganjem oziroma enakim koeficientom beta. To pomeni, da te metode ne moremo uporabiti za rangiranje vzajemnih skladov glede na njihovo donosnost, če ne prilagodimo Jensnove alfe tako, da jo delimo z nesistematičnim tveganjem. Na ta način pridemo do novega merila uspešnosti, ki ga imenujemo informacijski koeficient ali cenitveni koeficient (*angl. appraisal ratio*).

2.4 INFORMACIJSKI KOEFICIENT

Informacijski koeficient je metoda merjenja uspešnosti vzajemnega sklada, ki ga je razvil – prav tako kot Sharpeov koeficient – William F. Sharpe. Njuna glavna razlika je v tem, da je informacijski koeficient relativna mera donosnosti ter da je donosnost vzajemnega sklada prilagojena s kriterijskim indeksom (*angl. benchmark*) vzajemnega sklada namesto z donosnostjo netvegane naložbe. Informacijski koeficient izračunamo glede na prilagojeni kriterijski indeks vzajemnega sklada ali krajše PKI kot (Berk, Košak, 2005, str. 6):

¹ Glavna ideja modela CAPM je ta, da mora biti vsak investitor, ki investira denar v naložbo z določeno mero tveganja, poplačan na dva načina: s časovno vrednostjo denarja in s premijo za tveganje. Časovna vrednost denarja je kompenzirana s stopnjo donosa za netvegano naložbo, ki zagotovi investitorjem povračilo denarja in nekaj obresti z določenim časovnim odlogom. Predstavlja naložbo, ki je popolnoma netvegana in ni korelirana z donosom druge naložbe. Teoretično bi to stopnjo določili z koeficientom enakim 0. Največkrat netvegano donosnost predstavljajo 10-letne nemške državne obveznice, za katerimi stoji država in predstavljajo najvarnejšo naložbo na trgu. Preostali del formule pa predstavlja poplačilo za tveganje. Tveganje je produkt »tržne premije za tveganje« ali »cene za tveganje« ($R_m - R_f$) in koeficientom beta (β_p). Tržna premija za tveganje predstavlja dodaten donos nad netvegano naložbo, ki jo zahteva vlagatelj. Dodaten donos je razlika med pričakovano stopnjo donosa tržnega premoženja (R_m) in stopnjo donosa za netvegano naložbo (R_f). Koeficient beta pa nam pove obseg sistematičnega tveganja za izbrano premoženje v primerjavi s povprečno tveganim premoženjem.

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

Tu R_p predstavlja donosnost vzajemnega sklada v preučevanem obdobju, R_{PKI} donosnost prilagojenega kriterijskega indeksa vzajemnega sklada in $\sigma(e)_p$ pa predstavlja sledilno napako (*angl. tracking error*). Formula za izračun donosnost prilagojenega kriterijskega indeksa vzajemnega sklada je sledeča:

$$R_{PKI} = \prod_{i=1}^T [(1 + r_{PKI})(1 + s)]$$

Simbol s predstavlja dnevno odstotno spremembo deviznega tečaja, r_{PKI} pa predstavlja donosnost prilagojenega kriterijskega indeksa na dnevni osnovi.

Za namene primerjave je v primeru, da je prilagojeni kriterijski indeks sestavljen iz domačih in tujih naložb, potrebno preračunati v domačo valuto. To donosnost izračunamo kot zmnožek dnevnih donosnosti, in sicer tako da vsakodnevno donosnost vzajemnega sklada popravimo za odstotno spremembo deviznega tečaja. V primeru, da je kriterijski indeks sestavljen iz več valut, je potrebno za vsako valuto posebej opraviti preračun tečaja. Sledilna napaka vzajemnega sklada je opredeljena kot analizirana volatilitnost oziroma standardni odklon razlike med dnevno donosnostjo, izračunano iz dnevne vrednosti prilagojenega kriterijskega indeksa (dnevno alfo vzajemnega sklada):

$$\sigma(e)_{vs} = \sqrt{\frac{1}{T} \left(\sum_{i=1}^T \alpha_i - \bar{\alpha}' \right)^2} \sqrt{T}$$

$$\alpha_i = R_{vs_i} - r_{PKI_i}$$

$$\bar{\alpha}' = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T \alpha_i$$

Informacijski koeficient je ena izmed najpomembnejših mer donosnosti vzajemnih skladov, saj ne meri le presežne donosnosti preučevanega vzajemnega sklada nad donosnostjo primerljivega indeksa (ali portfelja), ampak meri tudi konsistentnost oziroma doslednost poslovanja (*angl. consistency of performance*) preučevanega vzajemnega sklada. Za vlagatelja je pomembno vprašanje, ali vzajemni sklad presega donosnost primerljivega sklada vsak mesec z majhno stopnjo ali pa v nekaj mesecih z visoko stopnjo presežne donosnosti? Večina vlagateljev bi izbralo prvo možnost. Informacijski koeficient pa meri prav to stopnjo doslednosti poslovanja vzajemnega sklada.

Izračunani informacijski koeficient nam pove, da vzajemni sklad z višjo vrednostjo koeficienta posluje bolj učinkovito in dosega višjo stopnjo donosnosti kot vzajemni skladi z nižjim informacijskim koeficientom. Kot primer lahko navedemo, da dva vzajemna sklada z enako presežno donosnostjo in tveganju prilagojeno donosnostjo, ki pa se razlikujeta v sledilni napaki, imata povsem različno uspešnost poslovanja, izraženo z informacijskim

koeficientom. Vzajemni sklad z nižjo sledilno napako posluje učinkoviteje in dosega višjo donosnost, saj nižja sledilna napaka oziroma dosledno poslovanje povzročata višjo stopnjo informacijskega koeficienta.

2.5 MERILO USPEŠNOSTI M²

Merilo uspešnosti M² upošteva prav tako kot Sharpeov koeficient za mero tveganja celotno tveganje premoženja, vendar je od njega boljši zaradi bolj enostavne interpretacije, saj rezultat kazalca M² razkriva stopnjo donosa. Merilo uspešnosti M² je enostavno pozitivna linearna transformacija Sharpeovega koeficienta. Njuna podobnost se izraža tudi v tem, da bo končni rezultat rangiranja uspešnosti vzajemnih skladov po obeh metodah vedno enak. Postopek izračuna merila uspešnosti M² je, da izenačimo volatilnost (s standardnim odklonom) preučevanega premoženja z volatilnostjo primerljivega premoženja ali tržnega indeksa na ta način, da ustvarimo hipotetično premoženje (*angl. hypothetical portfolio*). Hipotetično premoženje bo sestavljeno iz netveganih naložb in premoženja posameznega vzajemnega sklada v takšnem razmerju, da bo hipotetično premoženje imelo enako volatilnost kot primerljivo premoženje. Njune donosnosti lahko primerjamo šele v točki, ko imata hipotetično premoženje in primerljivo premoženje izenačeni volatilnosti donosnosti. Formula za izračun kazalca M² je sledeča (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 755-756) :

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

$$M^2 = R_p^* - R_m$$

R_f je stopnja donosnosti netvegane naložbe, v(b) volatilnost (tveganost) donosnosti primerljivega premoženja, v(p) volatilnost (tveganost) donosnosti portfelja, r_p pa predstavlja stopnjo donosnosti portfelja. R_p^{*} predstavlja donosnost hipotetičnega premoženja, R_m pa donosnost tržnega indeksa ali primerljivega premoženja. V primeru, ko je volatilnost manjša od 1, uporabimo vzvod (v(b) / v(p)), ter tako dosežemo, da je hipotetični koeficient primerljiv s tržnim ali primerljivim indeksom.

Merilo uspešnosti M² nam pove, da imajo vzajemni skladi z najvišjo vrednostjo kazalca M² višjo donosnost glede na primerjalno premoženje in obratno. S to metodo lahko tudi analiziramo, ali je preučevano premoženje precenjeno ali podcenjeno, glede na primerljiv tržni indeks.

2.6. MERILO USPEŠNOSTI T²

Merilo uspešnosti T² je nadgradnja Treynorjevega koeficienta, ki podobno kot merilo uspešnosti M² predstavlja metodo za lažjo interpretacijo in primerjavo njenega predhodnika, Treynorjevega koeficienta. Merilo uspešnosti T² v primerjavi z Treynorjevim koeficientom superioren v načinu interpretacije končnega rezultata, saj ga le-ta pretvori v stopnjo donosa proučevanega premoženja. Merilo uspešnosti T² je identično merilu uspešnosti M², razlikujeta se le v razliki njunih predhodnikov, ki na drugačen način obravnavata tveganje naložbe. Merilo uspešnosti T² prilagodi donosnost samo sistematični del tveganja, za razliko od merila uspešnosti M², ki prilagodi donosnost za celotno tveganje.

Postopek izračuna merila uspešnosti T^2 je, da izenačimo beta koeficient preučevanega premoženja z beta koeficientom primerljivega premoženja ali tržnega indeksa na ta način, da ustvarimo hipotetično premoženje. Hipotetično premoženje bo sestavljeno iz netveganih naložb in premoženja posameznega vzajemnega sklada v takšnem razmerju, da bo hipotetično premoženje imelo enak beta koeficient kot primerljivo premoženje. Njune donosnosti lahko primerjamo šele v točki, ko imata hipotetično premoženje in primerljivo premoženje izenačeno tveganje. Kazalca T^2 izračunamo z naslednjo formulo (Performance evaluation and active portfolio management, str. 9):

$$T^2 = R_f + \left(\frac{\beta_m}{\beta_p} \right) (R_p - R_f) \quad \text{ali}$$

$$T^2 = R_p^* - R_m$$

R_p^* predstavlja donosnost hipotetičnega premoženja, R_m pa tržno donosnost ali donosnost primerljivega premoženja. V primeru, ko je koeficient beta manjši od 1, uporabimo vzvod (β_m/β_p) , tako da je hipotetični koeficient primerljiv s tržnim ali primerljivim indeksom.

Merilo uspešnosti T^2 nam pove, da imajo vzajemni skladi z višjo vrednostjo kazalca T^2 višjo donosnost glede na primerjalno premoženje in obratno. S to metodo lahko prav tako kot z merilom uspešnosti M^2 analiziramo, ali je preučevano premoženje precenjeno ali podcenjeno glede na primerljiv tržni indeks.

3. METODE OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV

3.1. METODOLOGIJA OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV "STANDARD & POOR'S"

Standard & Poor's je vodilno evropsko podjetje za finančne informacije, statistiko in analize o vzajemnih skladih. Pri Standard & Poor'su je zaposlenih več kot 5000 strokovnjakov v 52 državah, ki izdelujejo neodvisne in transparentne analize na vseh finančnih trgih že več kot 140 let. Pod njihovih okriljem je rangiranih več kot 100.000 vseh vrst vzajemnih skladov. Izdelano imajo metodologijo rangiranja vzajemnih skladov z zvezdicami (*angl. Standard & Poor's Fund Stars*) (Standard & Poor's Fund Stars). V nadaljevanju sledi natančnejša razlaga metodologije Standard & Poor's.

3.1.1. OCENJEVANJE IN RANGIRANJE VZAJEMNIH SKLADOV Z ZVEZDICAMI (*Standard & Poor's Star Ranking*)

Najprej si pogledjmo metodo rangiranja vzajemnih skladov z zvezdicami. Z metodo naj bi vlagateljem pomagali oceniti uspešnost oziroma konsistentnost poslovanja vzajemnega sklada v primerjavi z njemu primerljivimi vzajemnimi skladi (*angl. peer groups*). Metoda rangiranja z zvezdicami temelji na podatkih in statističnih izračunih merjenja relativne uspešnosti poslovanja (*angl. relative performance*) vzajemnega sklada v primerjavi z njemu pripadajočim sektorjem v zadnjih 36 mesecih.

Relativna uspešnost poslovanja vzajemnega sklada je opredeljena kot razlika med mesečno donosnostjo vzajemnega sklada ter povprečno donosnostjo v sektorju, v katerega je vzajemni sklad uvrščen. V primeru, da je mesečna donosnost preučevanega vzajemnega sklada 6 % in

mesečna donosnost njemu pripadajoče kategorije 4 %, je relativna uspešnost poslovanja v preučevanem mesecu 2 %.

Uspešnost poslovanja vzajemnega sklada izračunavamo s seštevkom mesečnih donosnosti v predhodnih 36 mesecih in jo nato primerjamo s povprečno donosnostjo v sektorju v istem obdobju. Donosnost vzajemnega sklada i v mesecu t je določen s spremenljivko R_{it} , ki se jo izračunava kot povprečna donosnost (*angl. mean average return*) vzajemnih skladov v določeni kategoriji na mesečni ravni. Le-ta je določena z spremenljivko R_{St} , kjer S predstavlja preučevano kategorijo, N število vzajemnih skladov v kategoriji. Formula je sledeča:

$$R_{St} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N R_{it}$$

Relativna mesečna uspešnost vzajemnega sklada je izračunan kot razlika med mesečno donosnostjo vzajemnega sklada in mesečno povprečno donosnostjo vzajemnih skladov v določeni kategoriji, $R_{it} - R_{St}$. Izračunavanje povprečnega donosa vzajemnega sklada v zadnjih 36 mesecih onemogoča povprečno podcenjenost (*angl. underperformance*) ali precenjenost (*angl. outperformance*) vzajemnega sklada v primerjavi z ostalimi vzajemnimi skladi v istem sektorju. Višje, kot je povprečje, več mesecev je vzajemni sklad uspešnejši glede na njegove konkurente v obdobju 36 mesecev.

Izračun volatilnosti relativne donosnosti je sledeč:

$$\sigma(R_i - R_S) = \sqrt{\frac{1}{36} \sum_{t=1}^{36} ((R_{it} - R_{St}) - (\bar{R}_i - \bar{R}_S))^2}$$

$$\bar{R}_i = \frac{1}{36} \sum_{t=1}^{36} R_{it} \quad \text{in} \quad \bar{R}_S = \frac{1}{36} \sum_{t=1}^{36} R_{St}$$

$$\bar{R}_S = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \bar{R}_i$$

Volatilnost relativne uspešnosti poslovanja je statistična metoda, s katero merimo, koliko posamezne mesečne donosnosti nihajo od povprečne mesečne donosnosti. Z izračunavanjem te spremenljivke v 36-mesečnem obdobju merimo, kako dosledna oziroma konsistentna je donosnost vzajemnega sklada in koliko je donosnost boljša ali slabša od sektorskega povprečja na mesečni ravni. Višja, kot je volatilnost, manj skladna je uspešnost poslovanja vzajemnega sklada v primerjavi s konkurenti. Neskladnost je lahko opazna kot sledilna napaka med vzajemnim skladom in povprečjem kategorije.

Kazalec Standard & Poor's za rangiranje vzajemnih skladov z zvezdicami (*angl. Standard & Poor's Relative Risk Adjusted Ratio*) izračunamo z deljenjem povprečne relativne uspešnosti poslovanja (*angl. fund's average relative performance*) z volatilnostjo njegove relativne uspešnosti poslovanja. Če še enkrat povzamemo zgoraj opisan postopek, vidimo, da gre pri Kazalcu Standard & Poor's za rangiranje vzajemnih skladov z zvezdicami za izračun uspešnosti poslovanja, ki je enak informacijskem kazalcu. Informacijski kazalec je

ekvivalenten Sharpeovemu kazalcu, kjer so tvegane naložbe zamenjane z donosnostjo primerljivega vzajemnega sklada. V metodi Standard & Poor's se primerljiv vzajemni sklad razume kot povprečna donosnost preučevanega sektorja. V formalni obliki je lahko informacijski kazalec zapisan sledeče (Edhec Risk and Asset Management Research Centre, 2005, str. 5):

$$IR = \frac{\sum_{t=1}^{96} (R_{it} - R_{ft})}{\sigma(R_i - R_f)}$$

Informacijski kazalec meri ali vzajemni sklad boljše ali slabše posluje v primerjavi s konkurenčnimi vzajemnimi skladi. V metodi rangiranja vzajemnih skladov z zvezdicami naj bi vzajemni skladi težili h gibanju vrednosti enote premoženja skladno z njegovim pripadajočim sektorjem, pri tem pa naj bi konstantno presegali sektorsko povprečje in ga skladno povečevali. Dodati je treba še, da ima pri izračunavanju vsak mesec enako težo ter da so upravljalvske in skrbniške provizije in ostali transakcijski stroški že vračunani v končni izid.

3.1.2. DOLOČANJE ŠTEVILA ZVEZDIC

Zadnja faza v procesu rangiranja vzajemnega sklada po zvezdicah je določanje število zvezdic preučevanemu vzajemnemu skladu. Višji kot je informacijski kazalec, večja je zmožnost vzajemnega sklada, da pridobi večje število zvezdic. Število zvezdic po metodologiji Standard & Poor's se določi vzajemnemu skladu po sledeči lestvici:

Slika 1: Zvezdice Standard & Poor's

- ★★★★★ . najboljših 10 % vzajemnih skladov
- ★★★★ . najboljših 11-30 % vzajemnih skladov
- ★★★ . najboljših 31-50 % vzajemnih skladov
- ★★ . naslednjih 25 % vzajemnih skladov
- ★ . spodnjih 25 % vzajemnih skladov

Vir: Standard & Poor's, 2007.

Število zvezdic vzajemnim skladom se pri Standard & Poor's določa vsak mesec. Zgornja lestvica je ocena vzajemnih skladov na osnovi preteklih podatkov.

3.1.3. KLJUČNA DEJSTVA OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV Z ZVEZDICAMI

Metoda ocenjevanja in rangiranja vzajemnih skladov z zvezdicami je preprosta in enostavna, čeprav zaradi številnih kategorij metoda nekoliko otežuje primerjavo uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov med samimi kategorijami. Cilj metode je nagraditi tiste vzajemne sklade, ki delujejo po vzoru kategorije, v katero vzajemni sklad pripada in medtem prikazujejo tudi višjo donosnost v primerjavi z njegovimi vrstniki. Dejstvo je da metoda prikazuje le relativno tveganje vzajemnega sklada z ozirom na povprečno donosnost vzajemnih skladov v kategoriji, na žalost pa ne prikazuje indikatorjev absolutnega tveganja. Treba je omeniti, da je uporabljen informacijski koeficient močno odvisen od primerljivega indeksa, benčmarka

izbranega za izračun informacijskega koeficienta, kar pomeni, da različni primerljivi indeksi pogojujejo različne rezultate informacijskih koeficientov. Kot zadnje pomembno dejstvo opazovane metode pa ne smemo zanemariti, da kljub uporabi povprečne donosnosti vzajemnih skladov v posamezni kategoriji metoda ne zagotavlja, da bo tveganje vseh vzajemnih skladov v kategoriji enakomerno zastopano (Edhec Risk and Asset Management Research Centre, 2005, str. 6).

3.2. OCENA KAKOVOSTI UPRAVLJANJA (Standard & Poor's Fund Management Rating)

Zaradi predhodno omenjenih dejavnikov je družba Standard & Poor's razvila dodatno metodo ocenjevanja in rangiranja vzajemnih skladov "Standard & Poor's Fund Management Rating". S to oceno skuša družba Standard & Poor's vlagateljem ponuditi nekaj več od zgolj izračuna na osnovi preteklih podatkov, saj se računski kriterij uporablja le kot pogoj za vstop v ocenjevalni proces (S&P Fund Management Ratings: ocena kakovosti upravljanja). V ocenjevanje uspešnosti poslovanja sklada vključujejo še vrsto drugih faktorjev, kot so izkušnost upravljalcev sklada, doslednost poslovanja vzajemnega sklada ter disciplina v upravljanju z vzajemnimi skladi. Vsi naštetni faktorji odražajo t. i. človeški faktor, ki mu družba Standard & Poor's posveča glavno pozornost (Evening Standard, London Knight Ridder/Tribune Business News, 2003).

Standard & Poor'sev ocenjevalni proces je torej sestavljen iz več stopenj, ki jih bomo predstavili v nadaljevanju (Standard & Poor's Step By Step Diagram):

1. PREGLED PRETEKLE USPEŠNOSTI POSLOVANJA

Prva stopnja v procesu ocenjevanja kakovosti upravljanja vzajemnih skladov je poglavje o pretekli uspešnosti poslovanja vzajemnega sklada, ki smo jo spoznali natančneje že v prejšnjem poglavju o ocenjevanju uspešnosti z zvezdicami. Standard & Poor'sovi strokovnjaki poudarjajo, da je preteklo poslovanje vzajemnega sklada uporabno orodje za širšo analizo, saj se celoten proces prične pri analizi uspešnosti poslovanja s pregledom vseh kategorij vzajemnih skladov s ciljem iz njih določiti najboljše za nadaljnje ocenjevanje. To pomeni, da se iz vsake kategorije izbere vzajemne sklade, ki so dosegali nadpovprečne donose v primerjavi z njemu primerljivimi skladi.

2. ZBIRANJE KVALITATIVNIH INFORMACIJ

Potem ko je določen seznam skladov za širšo analizo, Standard & Poor's oblikuje ekipo osmih analitikov, ki se bodo posebej ukvarjali z izbranim vzajemnim skladom. Ti začnejo z zbiranjem kvalitativnih informacij, ki so kakorkoli v povezavi z izbranim skladom. Zbirajo javno dostopne podatke, ki jih kasneje uporabijo v poglobljenem intervjuju z menedžmentom. Analitiki Standard & Poor's preučijo prospekt, izvleček prospekta, pravila upravljanja vzajemnega sklada, podatke povezane z marketingom ter letno in polletno poročilo vzajemnega sklada za zadnji dve leti poslovanja. Analitiki določijo tudi kje je bila družba za upravljanje registrirana oziroma ustanovljena, njen status in kje je trenutno nastanjena. Pod drobnogled zajamejo tudi biografijo za celoten menedžment in ocenijo vrednost celotnega portfelja, ki ga upravlja družba za upravljanje (Standard & Poor's Fund Management Rating process, 2006, str. 1).

3. POGLOBLJEN INTERVJU Z MENEDŽMENTOM

Ta stopnja je jedro celotnega procesa ocenjevanja kakovosti upravljanja. Izkušeno strokovno osebje družbe Standard & Poor's z vsemi zbranimi podatki pripravi vprašanja za izvedbo poglobljenega intervjuja z vodilnim osebjem družbe za upravljanje. Poglobljen intervju Standard & Poor'sa zajema tri področja.

A) Poglavje o družbi za upravljanje (*angl. Corporate issues regarding the fund management group*)

Analitiki Standard & Poor'sa praviloma razdelijo pogovor o družbi za upravljanje na tri področja. Ta področja so sledeča:

- ✓ splošno o družbi za upravljanje (*angl. corporate status*): v tej točki analitike zanimajo splošne informacije o družbi za upravljanje; odgovori na ta vprašanja dajo pomemben odgovor o stabilnosti in razvitosti proučevane družbe;
- ✓ načini investiranja (*angl. investment culture*): načini investiranja so druga točka, ki je pomembna pri ocenjevanju družbe za upravljanje; tu analitiki iščejo odgovor o moči in usklajenosti investicijskih odločitev v družbi; v tej točki je glavno analitično vprašanje, kakšne pristope uporabljajo posamezni upravljavci pri sprejemanju investicijskih odločitev.
- ✓ investicijska disciplina (*angl. investment discipline*): v tretji točki v procesu ocenjevanja družbe za upravljanje je vprašanje kakšna je disciplina pri sprejemanju investicijskih odločitev.

B) Poglavje o človeškem kapitalu (*angl. the fund management team*)

Poglavje o človeškem kapitalu zajema poglobljeno analizo upravljavca izbranega vzajemnega sklada in njegovega celotnega tima sodelavcev. Standard & Poor'sova analiza človeškega kapitala je sestavljena iz več vprašalnikov, ki so razdeljeni v več tematsko nepovezanih delov.

Ti so:

- ✓ stil upravljanja in čut upravljavca za prave odločitve,
- ✓ odnos do tveganja,
- ✓ svoboda odločanja in predanost delu,
- ✓ učinkovitost in doslednost,
- ✓ izobraženost,
- ✓ izkušnost,
- ✓ druge zadolžitve,
- ✓ skupna uporaba virov.

Gre za ocenjevanje individualnih sposobnosti upravljavcev, način oziroma stil upravljanja, njihove upravljalne strategije, usposobljenosti upravljanja s tveganjem in denarnimi tokovi, izkušnje itd. Pomembno je tudi kakšno svobodo v upravljanju dopuščajo v družbi posameznim upravljavcem ter kakšne so njihove ostale odgovornosti. Zanimiv je tudi podatek koliko dodatnih portfeljev upravlja upravljavec poleg vzajemnega sklada, ali zaupa informacijam borznih posrednikov in analizam s strani borznoposredniške hiše, ali vzajemni sklad investira v domačo regijo oziroma državo, ali je upravljavec specializiran za področje kamor sklad vlaga.

C) Značilnosti vzajemnega sklada (*angl. fund specifics*)

Zadnja točka razgovora zajema analizo splošnih značilnosti vzajemnega sklada, to je vseh podrobnosti njegovega poslovanja v zadnjem letu. Gre za analizo sprememb v velikosti vzajemnega sklada, način širitve, preučijo tudi njegovo likvidnost, stroške, prihodke iz naložb, ali si je vzajemni sklad denar sposodil, ali investira v izvedene finančne inštrumente. Z intervjujem strokovno osebje Standard & Poor'sa določi vrednost izbranemu vzajemnemu skladu in doda pravi pomen oceni kakovosti upravljanja. Glavna prednost Standard & Poor'sa pred konkurenčnimi družbami je v tem, da imajo njihovi profesionalni finančniki priložnost osebnega pogovora z vsemi vodilnimi menedžerji v najboljših svetovnih družbah za upravljanje, kar daje njihovim ocenam dodatno vrednost in kredibilnost. Celoten proces poglobljenega razgovora z menedžmentom se konča z izpolnjenimi vsemi vprašalniki, želenimi odgovori in komentarji. Analitiki takoj po uspešno zaključenem procesu izračunajo neuraden končni rezultat in se pripravijo na predstavitev rezultatov v naslednjem poglavju ocenjevanja kakovosti upravljanja vzajemnih skladov.

4. SESTANKEK ODBORA

Po zaključenem procesu poglobljenega razgovora z menedžmentom izbranega vzajemnega sklada se sestane odbor za določitev ratinga vzajemnemu skladu. Na tem posvetu člani odbora pretehtajo vse slabosti in prednosti, ki jih sklad ima, ter se dokončno odločijo ali je vzajemni sklad primeren za podelitev ocene kakovosti upravljanja Standard & Poor's. Namen številčnega odbora je raziskati vse nejasnosti in področja v katerih se skrivajo pomembna dejstva o vzajemnem skladu.

5. DOLOČITEV RATINGA IN IZDELAVA POROČILA

Na koncu sestanka odbor sestavi končno poročilo o oceni kakovosti upravljanja vzajemnega sklada. V končnem poročilu odbora je zaključna ocena, s katero odbor potrdi ali zavrne podelitev ratinga izbranemu vzajemnemu skladu. Že to, da vzajemni sklad prejme oceno, je veliko priznanje. Vzajemni sklad je lahko ocenjen s tremi ocenami kakovosti upravljanja, te pa si sledijo od najboljše AAA do najslabše A in so sledeče:

Slika 2: Ocene kakovosti upravljanja Standard & Poor's



Vir: Standard & Poor's, 2007.

Posebno oznako UR pa sklad dobi, kadar je ocena "v preverjanju" (*angl. under review*). To se dogaja ob kakih spremembah investicijske politike ali postopka, ko analitiki preverjajo, ali bo prejšnja ocena ostala ali pa se bo spremenila.

6. NADZIRANJE VZAJEMNEGA SKLADA V PRIHODNJE

Proces ocenjevanja kakovosti upravljanja vzajemnega sklada se ne konča s podelitvijo ratinga. Ekipa Standard & Poor'sa je obvezana neprestano nadzirati vsak vzajemni sklad z ratingom od trenutka, ko mu podeli oceno, do prihodnjega leta, ko se ponovno začne proces njegovega ocenjevanja. Med letom si ekipa zabeleži vsako pomembno spremembo v povezavi z vzajemnim skladom, kot tudi druge dogodke, ki bi pomenili morebiten vpliv na njegov rating. Nadziranje vzajemnega sklada vključuje dnevno zbiranje informacij, mesečni nadzor uspešnosti poslovanja in četrtletno primerjavo vzajemnega sklada s skupino, v katero je vzajemni sklad uvrščen.

Standard & Poor'sovi analitiki poudarjajo dva ključna vzroka, ki pripeljeta do ponovne analize vzajemnega sklada. Prvi vzrok je sprememba, ki vpliva na osnovne lastnosti vzajemnega sklada. Ta vzrok lahko odpravi samo temeljit in neprestan nadzor nad vsemi informacijami. Drugi vzrok pa se pojavi med mesečnim in četrtletnim nadzorom vzajemnega sklada. V primeru, da se v tem času spremenijo makroekonomske razmere na finančnih trgih, se mora družba Standard & Poor's prepričati ali so razmere v vzajemnem skladu še vedno ekvivalentne s predhodno oceno kakovosti upravljanja.

Družba Standard & Poor's na vseh stopnjah ocenjevanja ne preferira spremembe ratinga za slabo donosnost, brez ugotovljenega razloga za to. Standard & Poor's vrednoti doslednost upravljanja vzajemnega sklada, tudi če so stanja na finančnih trgih v nasprotju z pričakovanji vlagateljev. Znižanje ocene vzajemnemu skladu na kratek rok ne bi bilo v skladu s pravili Standard & Poor's, ki daje vso težo na dolgoročni uspešnosti poslovanja. Standard & Poor'sovi analitiki razumejo, da imajo lahko tudi najboljši upravljavci obdobje slabših rezultatov in jemljejo vse to v zakup. Običajno se samo ob letnem pregledu vzajemnega sklada spreminjajo ocene kakovosti upravljanja. Ocene se najlažje spreminjajo, ko je dokončana kvalitativna analiza. Proces ocenjevanja kakovosti upravljanja teži k stabilnosti podeljenih ocen in dopušča spremembe majhnemu krogu vzajemnih skladov. Glavni cilj celotnega procesa ocenjevanja kakovosti upravljanja je odkriti vsakršne spremembe v poslovanju vzajemnega sklada, bolj kot pa spremljanje njegove kratkoročne uspešnosti poslovanja.

3.3. PRIMERJALNA TABELA STANDARD & POOR'SOVE METODOLOGIJE OCENJEVANJA VZAJEMNIH SKLADOV

V nadaljevanju sledi primerjava "metode ocenjevanja z zvezdicami" Standard & Poor's in "metode ocenjevanja kakovosti upravljanja vzajemnega sklada" (Standard & Poor's Stars vs. Rating).

Tabela 1: Primerjava metodologij Standard & Poor's

	Metoda ocenjevanja z zvezdicami	Metoda ocenjevanja kakovosti upravljanja
1.	100 % na osnovi preteklih podatkov (grafična predstavitev kvantitativne analize)	100 % na osnovi kvalitativnih podatkov (poglobljena analiza vzajemnega sklada z strani osebja Standard & Poor's)
2.	Rangiranje vzajemnega sklada znotraj njemu pripadajoče skupine	Pregled in izbira najboljših 20 % vzajemnih skladov iz posamezne skupine
3.	Izračun zvezdic na mesečni ravni (zvezdice se lahko spremenijo vsak mesec)	Letni pregled vzajemnega sklada, s stalnim nadzorom (majhna volatilnost znotraj obdobja)
4.	Cilj je ocenitev pretekle uspešnosti poslovanja vzajemnega sklada	Cilj oceniti uspešnost vzajemnega sklada v bodoče
5.	Avtomatično izračunavanje na mesečni ravni	Ekipa analitikov, izkušeno strokovno osebje

Vir: Standard & Poor's, 2006.

3.4. METODOLOGIJA OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV "MORNINGSTAR"

Merjenje uspešnosti vzajemnih skladov ter primerjava skladov med seboj, po strategijah poslovanja, sta v Sloveniji novosti. V tujini so ti produkti že zelo razširjeni med vlagatelji, saj so tudi njihovi trgi bolj razviti in napredni, kar se kaže v velikosti trga, dnevnem prometu, likvidnosti, številu investitorjev, v vrstah vrednostnih papirjev ter številu produktov na kapitalskem trgu. Ocenjevalna in analitska agencija Morningstar je bila prva, ki je širši javnosti že več kot pred 20 leti ponudila produkt za merjenje uspešnosti vzajemnih skladov ter njihovo primerjavo in ga uspešno razvijala do današnjih dni, ko lahko ta produkt ocenimo kot enega izmed vodilnih na trgu vzajemnih skladov.

3.4.1. RAZVOJ METODOLOGIJE MORNINGSTAR

"Ocenjevalna metoda Morningstar Rating™", ki smo jo v začetni fazi razvoja metodologije poznali pod imenom "metoda ocenjevanja z zvezdicami (*angl. star rating*)" je bila uvedena na trg vzajemnih skladov leta 1985 in bila hitro sprejeta med vlagatelji. Z uporabo lestvice od ene do petih zvezdic je metoda predstavila preprostejši prikaz pretekle uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov. Vzajemni skladi so bili razdeljeni v štiri široke skupine (*angl. broad asset classes*), glede na sredstva, s katerimi vzajemni sklad upravlja. Vzajemnim skladom so glede na razmerje med donosnostjo in tveganjem, dodelili zvezdice za vsako skupino posebej.

Glavna značilnost metode ocenjevanja z zvezdicami je, da je prva povprečnemu vlagatelju predstavila koncept "tveganju prilagojeno donosnost (*angl. risk-adjusted measure*)". Metodologija ocenjevanja z zvezdicami temelji na primerjavi tveganja in donosov vzajemnega sklada v preteklem obdobju. Ta pokaže, kateri sklad je glede na prevzeto tveganje dosegel v preteklosti boljši/najboljši rezultat. Na podlagi izračunov se določi tveganje, katerega so odšteje od celotne donosnosti zmanjšane za vstopne, izstopne in prodajne stroške v merjenem obdobju, ter glede na boljši rezultat določi število zvezdic (Furlan, 2004, str. 39).

Čez čas, ko so je na trgu začelo pojavljati vedno več vzajemnih skladov z različnimi naložbenimi politikami in različnimi tržnimi kapitalizacijami podjetij v portfelju, je postala

metoda ocenjevanja z zvezdicami s štirimi širokimi skupinami vzajemnih skladov premalo natančna. To je botrovalo določenim spremembam. Vlagateljem je bilo treba ponuditi bolj podroben in pregleden trg vzajemnih skladov, zato je leta 1996 Morningstar vlagateljem predstavil nov instrument, ki se imenuje Category Rating™. Category Rating™ je razširjena in podrobnejša verzija razvrščanja vzajemnih skladov, saj le-ta po novem ne šteje le 4 široke skupine, ampak te skupine razdeljuje v 48 kategorij.

Hiter razvoj industrije vzajemnih skladov je v zaključku devetdesetih let prejšnjega stoletja pripeljal do številnih novoustanovljenih vzajemnih skladov z različnimi investicijskimi politikami. Pri Morningstaru so s spremembami izboljšali svoj sistem ocenjevanja in rangiranja vzajemnih skladov. Pomembnejše spremembe so bile izvedene leta 2002 in 2006, ko so bile uvedene nekatere novosti. Prva novost, leta 2002, je bila povečanje števila kategorij vzajemnih skladov iz 48 na 62 skupin. Leta 2006 je sledila še manjša korekcija, ki je pomenila povečanje kategorij vzajemnih skladov iz obstoječih 62 na 69 (za natančnejši pregled kategorij glej prilogo 1). Ti novosti sta pomenili zmanjšanje velikosti obstoječih kategorij, kar je povečalo natančnost pri določitvi investicijske politike vzajemnih skladov. Druga sprememba leta 2002 pa je pomenila izboljšanje izračuna koncepta "tveganju prilagojene donosnosti". Za izračun tveganju prilagojene donosnosti se uporablja Sharpeov kazalec. Tretja razlika pa se pokaže v drugačnem odnosu agencije Morningstar do vzajemnih skladov z večjimi razredi delnic. Primerjalne kategorije so po novi ureditvi manjše, ker to preprečuje prevlado določenega razreda delnic posameznega portfelja v celotnem portfelju.

Tabela 2: Primerjava metode ocenjevanja z zvezdicami in trenutne metodologije (Morningstar Rating™), ki jo uporablja analitska hiša Morningstar

	Metoda ocenjevanja z zvezdicami (Fund Stars)	Trenutna metoda ocenjevanja (Morningstar Rating™)
Skupine vzajemnih skladov	VS so bili razdeljeni v 4 skupine (ameriški delniški skladi, mednarodni delniški skladi, obdavčeni obvezniški skladi in neobdavčeni občinski obvezniški skladi)	Bolj podrobno opredeljene skupine, VS so ocenjeni in rangirani na podlagi Morningstarjevega Category Rating™
	različni razredi delnic (<i>angl. share classes</i>) vsakega VS so bili ocenjeni ločeno; vsak razred delnic je smatran kot posamezen sklad v distribucijski lestvici	različni razredi delnic vsakega VS so bili ocenjeni ločeno; številni razredi delnic posameznega VS so v distribucijski lestvici smartani kot celota
	VS so se ocenjevali do treh obdobji (3,5 in 10 let), te ocene so imele različno težo, seštevek pa je bila končna ocena	VS se ocenjujejo v istih časovnih obdobjih; če VS zamenja skupino, se njegovi pretekli oceni določi manjšo težo
Prilagojenost tveganju	Tveganje se je izračunavalo kot podcenjenost VS do 90-dnevne zakladne menice	Tveganje se izračunava kot seštevek volatiliti v donosnosti, s poudarkom na znižanju volatiliti

Vir: Morningstar, 2006.

3.4.2. KATEGORIJE VZAJEMNIH SKLADOV

Kategorija, kot jo določa Morningstar, poskuša prikazati, razložiti varčevalcu, kako sklad investira. Ali je sklad pretežno delniški ali obvezniški ali globalni itd. ter ali so naložbe sklada velika, srednja ali majhna podjetja merjena s tržno kapitalizacijo (Furlan, 2004, str. 40).

Na splošno velja, da bodo donosi kategorij vzajemnih skladov dolgoročno sorazmerni z njihovim tveganjem. Kljub temu pa lahko kategorije vzajemnih skladov ne odražajo dejanske donosnosti glede na tveganje, ki jim v osnovi pripisana. Na primer, v obdobju padanja obrestnih mer lahko donosnost zakladnih menic presega donosnost delnic, čeprav so delnice dolgoročno bolj tvegane; tako obdobje pa lahko traja več mesecev ali pa tudi let. V takih tržnih pogojih je veliko obvezniških vzajemnih skladov donosnejših od delniških, ne glede na sposobnosti, ki jih ima upravljavec vzajemnega sklada. Osnovno načelo ocenjevanja vzajemnih skladov z metodo Morningstar je v tem, da morajo imeti največji vpliv pri končni oceni dane sposobnosti upravljavca združena s trenutnimi tržnimi razmerami ali dogodki, ki pomembneje vplivajo na poslovanje vzajemnega sklada.

Kot je bilo že predhodno omenjeno, so osnova za izračun ocene vzajemnega sklada kategorije vzajemnih skladov. Agencija Morningstar definira svoje kategorije po naslednjih pogojih (Morningstar Rating Methodology, 2003, str. 6).

- ✓ Vzajemni skladi so klasificirani po vrsti sredstev, ki dominirajo v portfelju. V primerih, kjer nimajo znanih podatkov o sredstvih v portfelju pa kot pomoč uporabijo prospekt vzajemnega sklada ali pa druge vire, ki zagotavljajo zadovoljive informacije.
- ✓ V večini primerov velja, da donosnost primerljivega vzajemnega sklada osnova za ocenjevanje ostalih vzajemnih skladov v posamezni kategoriji.
- ✓ Pomembno, da so portfelji posameznih vzajemnih skladov v določeni kategoriji lahko primerni substituti drug drugemu pri izdelavi portfelja kategorije.
- ✓ Članstvo v posamezni kategoriji temelji na dolgoročnem vlaganju in "normalni" strukturi portfelja vzajemnega sklada. To pa zato, ker se lahko določenem trenutku Morningstar Style Box™ razlikuje od trenutnega Morningstar Rating™-a.

3.4.3. VRSTE PROFILI IN KATEGORIJE VZAJEMNIH SKLADOV

Metoda Morningstar definira vrsto profila vzajemnega sklada kot skupek dejavnikov izpostavljenosti tveganju (*angl. fund's risk factor exposures*) posameznega vzajemnega sklada. Kategorije vzajemnih skladov predstavljajo skupine vzajemnih skladov, katerih člani so si močno podobni v njihovih dejavnih izpostavljenosti tveganju. To omogoča koristne primerjave med njimi². Glavni elementi na katerih temeljijo kategorije so (Edhec Risk and Asset Management Research Centre, 2005, str. 6).

- ✓ delniški vzajemni skladi: država in regija, sektor ter tržna kapitalizacija;
- ✓ obvezniški vzajemni skladi: boniteta, valuta, dospelost;
- ✓ mešani vzajemni skladi: prevladujoča valuta in alokacija v domače obveznice (v določeni valuti).

Dejavniki tveganja, na katerih temeljijo kategorije, lahko prikazujejo odnos med spremenljivkama velikost – rast (*angl. value-growth orientation*), cikličnostjo, tržno

² Pomembno je razlikovati med Morningstar Style Box™ (bazira na karakteristikah vzajemnega sklada v določenem trenutku) in kategorijo, v katero vzajemni sklad spada. Ta temelji na dolgoročnem vlaganju in »normalni« strukturi portfelja.

kapitalizacijo, industrijskimi sektorji, regijami in težo države znotraj kategorije, trajanjem odplačila posojila in njegovo kakovost, volatilitnostjo pretekle donosnosti, beto itd. Zgoraj navedeni specifični dejavniki:

- ✓ se obravnavajo kot pomembni pri pojasnjevanju razlik v donosnosti vzajemnih skladov in
- ✓ morajo biti aktivno nadzorovani s strani upravljalcev.

3.4.4. IZRAČUN USPEŠNOSTI POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV

Agencija Morningstar izračunava celoten donos vzajemnega sklada za določen mesec po sledeči formuli (Morningstar Rating Methodology, 2003, str. 8):

$$R = \left\{ \frac{P_e}{P_b} \prod_{i=1}^n \left(1 + \frac{D_i}{P_i} \right) \right\} - 1$$

Tu je P_e ČVS na enoto vzajemnega sklada na koncu meseca, P_b je ČVS na enoto na začetku meseca, D_i je distribucija na enoto sklada v času i , P_i je ponovno investiran ČVS na enoto v času i in n je število distribucij med preučevanim mesecem. Distribucija vključuje dividende in razdeljene kapitalske dobičke pred obdavčitvijo. Izračuni temeljijo na predpostavkah, da vlagatelji niso obdavčeni, niso bremenjeni s transakcijskimi stroški in da ponovno investirajo vsa sredstva pridobljena v preučevanem mesecu.

Če predpostavljamo, da vzajemni sklad nima nikakršnih stroškov, je celotna vrednost enega € v obdobju T mesecev sledeča (Edhec Risk and Asset Management Research Centre, 2005, str. 6):

$$V_u = \prod_{\tau=1}^T (1 + R_\tau)$$

Če pa predpostavljamo, da ima vzajemni sklad posamezne stroške in upravljaljsko provizijo, je celotna vrednost enega € prilagojena za določene stroške in upravljaljsko provizijo enaka:

$$V = (1 - F)(1 - R)V_u - D(1 - F) \frac{\min(P_0, P_T)}{P_0}$$

Tu je F vstopna provizija, D izstopna provizija, R upravljaljska provizija, P_0 je ČVS na enoto na začetku meseca ter P_T pa je ČVS na enoto na koncu preučevanega meseca.

3.4.5. TVEGANJU PRILAGOJENA DONOSNOST (Morningstar risk adjusted return-MRAR)

Kot je bilo že predhodno večkrat omenjeno, preučevana metoda Morningstar temelji na tveganju prilagojeni donosnosti. Le-ta ima sledeče karakteristike (The Morningstar Rating Methodology, 2003, str. 10):

- ✓ v vseh primerih se tveganje kaznuje
- ✓ teoretična osnova je primerna za poučene vlagatelje in strokovne analize
- ✓ predpostavljena ni nobena posebna prerazporeditev presežnih donosov

Metoda tveganju prilagojene donosnosti temelji na teoriji pričakovane koristi (*angl. expected utility theory*). Nanašajoč na to teorijo, investitor rangira alternativne portfelje z uporabo funkcije pričakovane koristi (*angl. utility function*) in s tem dobi končno vrednost portfelja. Po splošni finančni teoriji velja, da ima vsak investitor lastno funkcijo koristi. Metoda Morningstar predpostavlja, da vsi investitorji uporabljajo isto funkcijo koristnosti, ki je po obliki izoelastična (*angl. iso-elastic*). Metoda Morningstar se prilagaja tveganju z izračunavanjem možne izgube vzajemnega sklada kot posledice tveganja (*angl. risk penalty*). Izbira take funkcije bazira na želji po opisu vlagateljeve nagnjenosti k tveganju. Za uporabno in smiselno vrednost te funkcije mora le-ta zadovoljevati dva pogoja. Prvi pogoj pravi, da mora biti funkcija vedno pozitivna. To pa zato, ker ta pogoj predpostavlja, da vlagatelji bolj strmijo k večji količini sredstev (bogastvu/denarju) kot pa k manjši količini. Za izpolnjevanje drugega pogoja pa mora funkcija upoštevati, da so investitorji nenaklonjeni tveganju (Edhec Risk and Asset Management Research Centre, 2005, str. 7). Čeprav je metoda izračuna razmeroma zapletena, je predpostavka tveganja prilagojene donosnosti, da imajo vlagatelji raje višji donos od nižjega ter da imajo raje gotovejši prihodek od negotovejšega. Funkcija koristi razlaga, da so investitorji bolj zaskrbljeni zaradi možne bodoče izgube kot pa zaradi možnega nepričakovano visokega dobička. Tako kot koeficient beta (β) je Morningstar-jevo tveganje relativno merilo. Med seboj primerja tveganja vseh vzajemnih skladov določene kategorije; na primer, vzajemne sklade v kategoriji "large-cap growth"³ se primerja samo z drugimi skladi iste kategorije (Morningstar Investing Classroom). V metodi tveganju prilagojene donosnosti se meri stopnjo vlagateljeve nenaklonjenosti tveganju z relativnim koeficientom nenaklonjenosti tveganju - γ (*angl. coefficient of relative risk aversion*). Formula za izračun tveganju prilagojene donosnosti je sledeča:

$$MRAR(\gamma) = \left[\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (1 + r_{Gt})^{-\gamma} \right]^{-\frac{12}{\gamma}} - 1$$

kjer je

$$r_{Gt} = \frac{1 + R_t}{1 + R_{Ft}} - 1$$

geometrična presežna donosnost v mesecu t . Spremenljivka R_{Ft} je netvegana donosnost v mesecu t in R_t je donosnost portfelja v mesecu t .

V situaciji, ko je $\gamma = 0$, je iskana vrednost MRAR definirana kot geometrijsko povprečje spremenljivke r_G :

$$MRAR(0) = \left[\prod_{t=1}^T (1 + r_{Gt}) \right]^{-\frac{12}{T}} - 1$$

Metoda rangiranja vzajemnih skladov, ki je zasnovana samo na oceni uspešnosti poslovanja, bi lahko razvrščala vzajemne sklade na podlagi povprečne geometrijske donosnosti oziroma na osnovni MRAR(0). Metoda, ki dopušča višjo izpostavljenost tveganju, ima relativni koeficient nenaklonjenosti tveganju večji od 0; $\gamma > 0$. Koeficient nenaklonjenosti tveganju, ki

³ Growth podjetja so podjetja, ki imajo navadno zelo velik potencial za doseganje velikih prihodkov. Navadno gre že za ustaljena podjetja z velikim tržnim deležem in sodobnimi razvojnimi kapacitetami.

je enak $\gamma = 2$, predpostavlja, da je to izpostavljenost tveganju povprečnega vlagatelja. To je glavni razlog, zakaj metoda Morningstar uporablja vrednost koeficienta 2, MRAR(2), saj, kot je bilo že večkrat predhodno omenjeno, le-ta temelji na stopnji tveganja povprečnega vlagatelja. Ta metoda kot dodatek izračunava razliko med MRAR(0) in MRAR(2), ki je razlika med povprečno tveganju prilagojeno donosnostjo (višje tveganje) in tveganju prilagojeno donosnostjo povprečnega vlagatelja (nižje tveganje).

V primeru, ko vzajemni sklad bremenijo transakcijski stroški in upravljavska provizija, mora biti mesečna donosnost prilagojena s faktorjem a , ki je definiran kot:

$$a = \left(\frac{V}{V_u} \right)^{1/T}$$

Tu je V skupna mesečna donosnost prilagojena za transakcijske stroške in upravljavsko provizijo V_u pa skupna mesečna donosnost, neprilagojena za transakcijske stroške in upravljavsko provizijo. Tako lahko opredelimo prilagojeno skupno donosnost za mesec t kot:

$$AR_t = a(1 + R_t) - 1$$

R_t je donosnost portfelja v mesecu t . Zgornja formula je osnova za vgradnjo transakcijskih stroškov in upravljavske provizije v izračun tveganju prilagojene donosnosti (MRAR) z zamenjavo spremenljivk AR_t in R_t (Edhec Risk and Asset Management Research Centre, 2005, str. 8).

3.4.6. OCENJEVANJE IN RANGIRANJE VZAJEMNIH SKLADOV (*The Morningstar Rating for Funds*)

Za izračun ratinga Morningstar je potrebno upoštevati naslednje točke (The Morningstar Rating Methodology, 2003, str. 15):

- ✓ pravila razvrščanja vzajemnih skladov v kategorije ter seznam vseh kategorij;
- ✓ trikotno matriko s kategorijami kot elemente vrstic in stolpcev; vsak element matrike je upoštevan kot mera enakosti dveh kategorij med 0 (neenak) in 1 (enak);
- ✓ osnovne podatke o vzajemnih skladih; upoštevati je treba naslednje osnovne podatke:
 - a) vstopno provizijo (*angl. front load*) in izstopno provizijo (*angl. back load, redemption fee*),
 - b) mesečne podatke o vzajemnem skladu:
 - ✓ kategorijo,
 - ✓ ČVS na enoto (VEP),
 - ✓ skupna donosnost v preučevanem obdobju.

Vsak vzajemni sklad je razvrščen v tisto kategorijo vzajemnih skladov, v katero pade v večini preučevanih mesecev. Morningstar izračunava oceno in rang vsakega vzajemnega sklada v vsaki kategoriji, ki ima zaključenih najmanj 36 mesečnih donosnosti v celotnem obdobju njegovega ocenjevanja. V ekstremnih primerih, kjer donosnosti vzajemnih skladov močneje nihajo v njihovih dejavnih izpostavljenosti tveganju, imajo preučevani vzajemni skladi nizke končne rezultate in nimajo končne ocene. To je razlog, zakaj vzajemni skladi z kategorije Bear market nimajo ocene in določenega ranga.

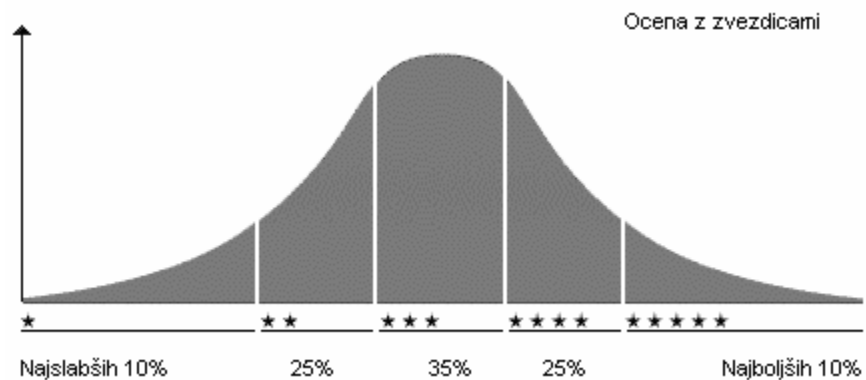
Za pridobitev 3-letnega ratinga vzajemnega sklada v določeni kategoriji, Morningstar izračunava tveganju prilagojeno donosnost – MRAR(2) za celotno mesečno donosnost v 36

mesečnem obdobju zaključeno v tekočem mesecu ocenjevanja. Enako velja za 5- in 10-letno donosnost. Vzajemni skladi v najvišjih končnih vrednostnih dobijo največje število Morningstar zvezdic (od 1 do 5 zvezdic). Razdeljevanje zvezdic med vzajemne sklade je odvisno od števila vzajemnih skladov v preučevani kategoriji, po sledeči lestvici:

n	=	skupno število vseh vzajemnih skladov
n_1	=	število vzajemnih skladov z eno zvezdico
n_2	=	število vzajemnih skladov z dvema zvezdicama
n_3	=	število vzajemnih skladov s tremi zvezdicami
n_4	=	število vzajemnih skladov s štirimi zvezdicami
n_5	=	število vzajemnih skladov s petimi zvezdicami

Distribucijska lestvica Morningstar je razdeljena s statistično metodo normalne porazdelitve in sicer na sledeč način:

Slika 3: Morningstarjeva distribucijska lestvica za rangiranje vzajemnih skladov z zvezdicami



Vir: Morningstar, 2005.

Za izračun distribucijske lestvice je potrebna določiti spremenljivko, v našem primeru spremenljivko c zato, da lažje pridemo do zelenih kategorij:

c_1	\approx	$0,1*n$
c_2	\approx	$0,325*n$
c_3	\approx	$0,675*n$
c_4	\approx	$0,9*n$

Z njihovo porazdelitvijo dobimo:

n_1	=	c_1
n_2	=	$c_2 - c_1$
n_3	=	$c_3 - c_2$
n_4	=	$c_4 - c_3$
n_5	=	$n - c_4$

V primeru, ko precej vzajemnih skladov predstavlja zgolj različne razrede delnic ter so le-ti vzajemni skladi člani iste kategorije, je vsak razred delnic štet kot majhen del vzajemnega sklada (*angl. fraction of a fund*), ko se računa n_1, n_2 itd.; ampak vsak razred delnic ima

določen različno oceno in rang. Na primer, če je vzajemni sklad sestavljen iz petih razredov delnic, je vsak razred delnic priznan kot ena petina celotne ocene vzajemnega sklada. Za prilagoditev ocen vzajemnim skladom, sestavljenih iz manjših razredov delnic – deljeni vzajemni skladi (*angl. fractional funds*) je potrebno upoštevati v nadaljevanju opisane točke:

- 1) Razdeliti je treba vse vzajemne sklade, vključno z vzajemnimi skladi, sestavljenih iz manjših razredov delnic – deljenimi vzajemnimi skladi – v kategorijo MRAR.
- 2) Odšteti vzajemne sklade do meje, ko dosežemo kategorijo n_5 . Ta kategorija prejme pet zvezdic.
- 3) Nadaljujemo z odštevanjem, dokler celotna vrednost vzajemnih skladov ne doseže kategorije $n_4 + n_5$. Ostali vzajemni skladi prejmejo štiri zvezdice.
- 4) Nadaljujemo z odštevanjem, dokler celotna vrednost vzajemnih skladov ne doseže kategorije $n_4 + n_5 + n_3$. Ostali vzajemni skladi prejmejo tri zvezdice.
- 5) Nato še nadaljujemo z odštevanjem, dokler celotna vrednost vzajemnih skladov ne doseže kategorije $n_4 + n_5 + n_3 + n_2$. Ostali vzajemni skladi prejmejo dve zvezdici.
- 6) Preostali vzajemni skladi prejmejo eno zvezdico.

Pri vzajemnih skladih, kjer so zabeležene mesečne donosnosti za obdobje petih let, se vzajemnemu skladu določi oceno in rang za petletno obdobje (5-letni rating), pri vzajemnih skladih, kjer so zabeležene desetletne donosnosti, se določi desetletno oceno in rang (10-letni rating). Pri vsakem vzajemnem skladu je potrebno za določitev končnega oz. celotnega ratinga izračunati ponderirano povprečje vseh pridobljenih zvezdic v triletnem, petletnem in desetletnem obdobju. Pod pogojem, da je preučevani vzajemni sklad v celotnem obdobju ocenjevanja v isti kategoriji, so ponderji za določitev končnega ratinga naslednji:

Skupno število mesečnih donosnosti	Celoten (ponderiran) Morningstar rating
od 36 do 59 mesecev	100 % triletni rating
od 60 do 119 mesecev	60 % petletni rating 40 % triletni rating
več kot 120 mesecev	50 % desetletni rating 30 % petletni rating 20 % triletni rating

Ob hitrem pogledu na zgornjo tabelo se nam poraja misel, da daje celotnemu (dolgoročnemu) Morningstar ratingu največjo težo desetletna donosnost, vendar pa če podrobneje preučimo zgornjo tabelo, lahko sklenemo, da le-to ne drži. To lahko potrdimo z dejstvom, da je ponder triletna donosnosti vzajemnih skladov prisoten v vseh treh obdobjih izračunavanja ratinga, ponder desetletne pa le v enem obdobju, zato ima največji vpliv na končno oceno vendarle triletna (kratkoročna) donosnost vzajemnega sklada.

Zgoraj smo videli, kakšen je postopek, če vzajemni sklad v svojem ocenjevalnem obdobju niti enkrat ne zamenja svoje kategorije, a to ne velja za vse vzajemne sklade, zato si moramo pogledati še drugo možnost. V primeru, da vzajemni sklad v svojem ocenjevalnem obdobju zamenja svojo kategorijo, Morningstar uporablja korelacijsko tabelo, ki se uporablja za prikaz podobnosti med vsemi kategorijami. S to tabelo se lahko za vsak vzajemni sklad izmeri dejansko podobnost/razliko med tekočo in predhodno kategorijo. Ponderji, ki so navedeni v korelacijski tabeli, temeljijo na prilagojeni povprečni stopnji podobnosti (*angl. fund's average degree of similarity*) vzajemnega sklada s tekočo kategorijo za vse mesece, vključene v ocenjevalno obdobje.

V naslednjih formulah s predstavlja število preteklih mesecev, $s=1$ predstavlja tekoči mesec, $s=2$ predstavlja prvi predhodni mesec itd. D_s = stopnja podobnosti med kategorijo vzajemnega sklada v mesecu 1 in kategorijo vzajemnega sklada v mesecu s . Za diversificirane kategorije ameriških delniških vzajemnih skladov (*angl. U.S. stock fund categories*) Morningstar uporablja naslednjo korelacijsko tabelo za izračun spremenljivke D_s (Glej prilogo 2).

Za merjenje stopnje podobnosti med ostalimi kategorijami Morningstar uporablja tabelo, ki je navedena v nadaljevanju. V primeru, da na tabeli ne najdemo preučevana para, je stopnja podobnosti med paroma enaka nič (Korelacijski koeficienti v Prilogi 3). Povprečno stopnjo podobnosti za triletno obdobje izračunamo z naslednjo formulo:

$$D'_3 = \frac{\sum_{s=1}^{36} D_s}{36}$$

Povprečno stopnjo podobnosti za petletno obdobje izračunamo z naslednjo formulo:

$$D'_5 = \frac{\sum_{s=1}^{60} D_s}{60}$$

Povprečno stopnjo podobnosti za desetletno obdobje izračunamo z naslednjo formulo:

$$D'_{10} = \frac{\sum_{s=1}^{120} D_s}{120}$$

Pri vzajemnih skladih, kjer imamo podatke za petletno obdobje, izračunamo tveganju prilagojeno donosnost za petletno obdobje kot kombinacijo triletnega in petletnega ratinga s ponderji:

$$W_5 = \frac{0,60 D'_5}{0,40 D'_3 + 0,60 D'_5}$$

$$W_3 = \frac{0,40 D'_3}{0,40 D'_3 + 0,60 D'_5}$$

Pri vzajemnih skladih, kjer imamo podatke za desetletno obdobje izračunamo tveganju prilagojeno donosnost za desetletno obdobje kot kombinacijo triletnega, petletnega in desetletnega ratinga s ponderji:

$$W_{10} = \frac{0,50 D'_{10}}{0,20 D'_3 + 0,30 D'_5 + 0,50 D'_{10}}$$

$$W_5 = \frac{0,30 D'_5}{0,20 D'_3 + 0,30 D'_5 + 0,50 D'_{10}}$$

$$W_3 = \frac{0,20 D'_3}{0,20 D'_3 + 0,30 D'_5 + 0,50 D'_{10}}$$

3.4.7. PREDNOSTI OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV Z METODO MORNINGSTAR

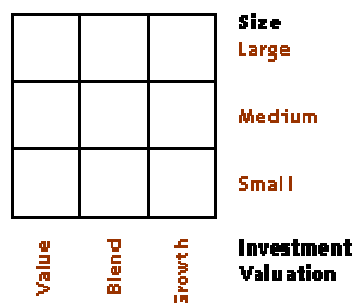
Metoda ocenjevanja in rangiranja vzajemnih skladov investitorjem ponuja tri ključne prednosti pred konkurenčnimi metodami. Prva prednost metode je ta, da metoda omogoča natančno primerjavo skupin in kategorij vzajemnih skladov med seboj. Primerjava dopušča, da vsak posamezen vlagatelj izbere točno določen vzajemni sklad primeren njegovim karakteristikam (regija, panoga, mešani, globalni ...) ter vlagateljem omogoča izdelavo portfelja z multiplimi vzajemnimi skladi. Druga prednost poudarja manjšo občutljivost metode na celotno preteklo uspešnost poslovanja določene kategorije in predvsem poudarja, da je ocena vzajemnega sklada odvisna od menedžerskih sposobnosti upravljavcev in določene kakovosti vzajemnega sklada. Tretja prednost metode je, da vlagateljem omogoča možnost hitre in preproste identifikacije tistih vzajemnih skladov, ki imajo določene kakovosti za podrobno analizo. Metoda predpostavlja za potencialne vzajemne sklade tiste, ki prinašajo vlagatelju najvišjo ali visoko tveganju prilagojeno donosnost (Morningstar Rating For Funds, 2003, str. 1).

3.5. MORNINGSTAR "STYLE BOX"

Morningstar "style box" za delnice in vzajemne sklade je osnova za natančno poznavanje celotne metode Morningstar za ocenjevanje in rangiranje vzajemnih skladov (v nadaljevanju se bom osredotočil na del "style boxa", ki je namenjen vzajemnim skladam). Morningstar "style box" se je začel uporabljati leta 1992 za pomoč vlagateljem in njihovim svetovalcem pri natančnejši določitvi politike investiranja za posamezni vzajemni sklad. Morningstarjev "style box" za vzajemne sklade ne prikazuje vsakega vrednostnega papirja, ki ga portfelj vsebuje, ampak le ožji povzetek portfelja kot celote za razliko od Morningstarjev "style box" za delnice, ki definira posamezni vrednosti papir kot zaključeno celoto.

"Style box" je zgrajen iz devetih enakih kvadratov, ki razvrščajo vrednostne papirje po velikosti podjetij (*angl. size*) na vertikalni osi (ordinati) in po vrsti podjetji (*angl. style*) na horizontalni osi (abscisi). Njegova zgradba je (Morningstar Fact Sheet: The Morningstar Style Box, 2004, str. 1).

Slika 3: Morningstar Style Box™



Vir: Morningstar, 2007.

3.5.1. VELIKOST PODJETIJ

V kateri kvadrant se bo posamezni vzajemni sklad uvrstil, je odvisno od tržne kapitalizacije večine podjetij (velika, srednja in majhna), ki sestavljajo portfelj vzajemnega sklada ter vrsto podjetja (hitro rastoča podjetja, srednje rastoča in ustaljena podjetja). Glede na velikost podjetij so ta navedena kot "*large*" tista z veliko tržno kapitalizacijo, kot "*mid*" tista s srednjo tržno kapitalizacijo in "*small*" tista z majhno tržno kapitalizacijo.

3.5.2. VRSTE PODJETJI

Vrste podjetji, ki sestavljajo portfelj, so v kvadrantu podane horizontalno, in sicer: "*growth*" kot hitro rastoča podjetja, "*core*" (pri delnicah) ali "*blend*" (pri vzajemnih skladih) kot srednje hitro rastoča podjetja in "*value*" kot že ustaljena podjetja. Za pravilno razumevanje "style boxa" je zelo pomembna razlaga pojmov vrste podjetij, ki so vanj vključene. "*Growth*" podjetja so podjetja, ki imajo navadno zelo velik potencial za doseganje velikih prihodkov. "*Value*" podjetja so podobna "*growth*" podjetjem, le da njihov razvoj in prihodki naraščajo zelo počasi. Navadno gre že za ustaljena podjetja z velikim tržnim deležem in sodobnimi razvojnimi kapacitetami. Takšna podjetja so zanimiva, ker so zelo poceni (njihova tržna vrednost delnice je glede na njeno knjigovodsko vrednost bistveno nižja). Igralci na kapitalskem trgu investirajo v takšne delnice, ker ocenjujejo, da se bosta tako panoga kot podjetje, v kateri le-to deluje, v bližnji prihodnosti pobrala in začela prinašati pozitivne donose (Furlan, 2004, str. 39).

Morningstar "style box" se osredotoča na tri glavna področja pri investiranju v vrednostne papirje. Ta področja so: velikost podjetja (*angl. size*), vrednost vrednostnega papirja (*angl. security valuation*) in potencial za rast vrednostnega papirja (*angl. security growth*). Vrednost in možnost za rast vrednostnega papirja se ocenjujeta ločeno, saj gre za popolnoma različna koncepta.

Vzajemni skladi s poudarkom večjega dela portfelja v naložbe hitro rastočih podjetij ("*growth*") dajejo poudarek na ceno delnice. Te delnice imajo v ceni predhodno računanane dejavnike kot so: dobiček na delnico, knjigovodska vrednost delnice, prihodki, denarni tokovi in dividende. V primeru, da ima vzajemni sklad pretežni del delnic z višjo ceno v primerjavi z zgoraj navedenimi dejavniki to pomeni, da vzajemni sklad ni usmerjen v naložbe hitro rastočih podjetij ("*growth*"), vendar to ne pomeni, da je usmerjen v naložbe že ustaljenih podjetij ("*value*"). Drugače pa je z vzajemnimi skladi, ki imajo naložbe pretežno usmerjene v delnice že ustaljenih podjetji. Ta podjetja so neodvisna od cene delnice in delnica tega podjetja prikazuje stopnjo rasti glavnih dejavnikov pri ocenjevanju uspešnosti določenega podjetja. Ti dejavniki so: bodoča dolgoročna rast prihodkov in pretekla rast prihodkov, prodaje, denarnih tokov ter knjigovodske vrednosti delnice.

Morningstarjev večstranski pristop obravnavanja "style boxa" prinaša bolj natančno in stabilno določanje stila portfelja za posameznega vlagatelja. Z uporabo tako napovedanih podatkov (*angl. foward looking components*) kakor tudi zgodovinskih podatkov (*angl. historical based components*) metoda zagotavlja, da so vse pomembnejše informacije zagotovo vključene v model (Morningstar Fact Sheet: The Morningstar Style Box, 2004, str. 1).

Slika 4: Morningstarjev večstranski pristop obravnavanja "style boxa"

Value Score Components and Weights		Growth Score Components and Weights	
Forward looking measures	50.0%	Forward looking measures	50.0%
▶ Price-to-projected earnings		▶ Long-term projected earnings growth	
.....		
Historical based measures	50.0%	Historical based measures	50.0%
▶ Price-to-book	12.5%	▶ Historical earnings growth	12.5%
▶ Price-to-sales	12.5%	▶ Sales growth	12.5%
▶ Price-to-cash flow	12.5%	▶ Cash flow growth	12.5%
▶ Dividend yield	12.5%	▶ Book value growth	12.5%

Vir: Morningstar Style Box Fact Sheet, 2004.

Delnice, usmerjene v hitro rastoča podjetja temeljijo na osnovnih dejavnikih ocenjevanja uspešnosti podjetja, delnice, ki so usmerjene v že ustaljena podjetja, pa temeljijo glede na pet dejavnikov/stopenj rasti. Razlika med končnimi rezultati delnic hitro rastočih podjetij in že ustaljenih podjetij je v neto seštevku. Če je rezultat močno negativen, je investicijska politika vzajemnega sklada usmerjena v hitro rastoča podjetja. Obratno pa, če je pa končni neto seštevke močno pozitiven, pomeni, da je vzajemni sklad v naložbi že ustaljenih podjetij. V primeru, da končni rezultat ni ne močno pozitiven, pa negativen pomeni, da je investicijska politika vzajemnega sklada s poudarkom na srednje hitro rastočih podjetjih (Glej sliko v prilogi 7), (Morningstar Fact Sheet: The Morningstar Style Box, 2004, str. 2).

3.5.3. PREDNOSTI, KI JIH INVESTITORJEM PRINAŠA MORNINGSTAR "STYLE BOX"

Morningstar "style box" je temelj za boljšo izbiro in kontinuiran nadzor posameznega portfelja ter uporabno orodje tako za posameznega vlagatelja kot za profesionalne finančne svetovalce. "Style box" predstavlja logičen, celovito integriran sistem ter filozofijo za analizo delnic, vzajemnih skladov ter ostalih vrst portfeljev. Prednosti, ki jih "style box" prinaša so (Morningstar Fact Sheet: The Morningstar Style Box, 2004, str. 1):

- ✓ opisuje vrednostne papirje na način, da prikaže njihovo relativno vrednost ter njihov stil;
- ✓ orodje, ki zagotavlja jedrnato in temeljno oceno za razumevanje vrednostih papirjev in portfeljev;
- ✓ orodje, ki oblikuje bolj natančno in stabilno klasifikacijo vrednostih papirjev in portfeljev;
- ✓ je v pomoč investitorjem za oblikovanje in nadzor diversificiranih portfeljev.

4. OCENJEVANJE IN RANGIRANJE VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Ocenjevanje donosnosti in rangiranje vzajemnih skladov je v Sloveniji, v primerjavi z zahodnim svetom, še razmeroma nerazvito. V Sloveniji se vzajemni skladi ocenjujejo in rangirajo le po eni spremenljivki, to je po donosnosti, izraženi v odstotkih, v določenem obdobju.

V tujini ima industrija vzajemnih skladov že dolgo tradicijo, tako so že v prvi polovici dvajsetega stoletja spoznali, da klasično izračunavanje donosnosti ni dovolj natančno za zadovoljivo razlago donosnosti vzajemnih skladov. Zato so razvili alternativne oblike izračunavanja donosnosti vzajemnih skladov, ki k donosnosti vključijo dodatne

spremenljivke, le-te pomembno vplivajo na njihovo poslovanje. Te spremenljivke so volatilitnost vzajemnega sklada, njegov odnos do tveganja ter odnos do primerljivega indeksa. Omenjene spremenljivke so odločujoče v pojasnjevanju donosnosti vzajemnih skladov, saj pojasnjujejo rezultate med primerljivimi vzajemnimi skladi ter ob tem razlagajo še dejanske razmere na kapitalskih trgih, ki se lahko med geografsko usmerjenimi vzajemnimi skladi močno razlikujejo. Pomembnejše oblike izračunavanja donosnosti smo spoznali v tretjem poglavju, zato bomo v naslednji analizi predstavili rezultate, izračunane na podlagi alternativnih metod iz drugega poglavja.

V nadaljevanju analizirani vzajemni skladi slovenskih upravljavcev. Zajete so štiri različne skupine vzajemnih skladov. Skupine so ločene z namenom pridobitve primerljivih rezultatov med tistimi vzajemnimi skladi, ki imajo približno enako geografsko usmerjenost in enako sestavo portfelja s posameznimi vrstami vrednostnih papirjev. Taka analiza je nujna za dobro primerjavo, saj lahko le primerljive portfelje primerjamo med seboj, tako da so v analizo vključeni približno isti faktorji, ki vplivajo na končne rezultate. Analiza vključuje naslednje skupine vzajemnih skladov, ki so trenutno na našem trgu med najpopularnejšimi:

- ✓ globalno usmerjeni delniški vzajemni skladi (DVS),
- ✓ delniški vzajemni skladi usmerjeni na hitro rastoče trge (*angl. emerging markets*),
- ✓ globalno usmerjeni mešani vzajemni skladi (MVS) ter
- ✓ globalni obvezniški vzajemni skladi (OVS).

V nadaljevanju bo podrobneje analizirana vsaka od omenjenih skupin, skupaj s pojasnili dejavnikov, vplivajočih na končne rezultate.

4.1. GLOBALNI DELNIŠKI VZAJEMNI SKLADI

Za globalno usmerjene delniške vzajemne sklade je značilno, da imajo svoje premoženje diversificirano globalno in imajo najmanj 80 odstotkov premoženja naloženega v delnicah. To je bil tudi kriterij za izbor vzajemnih skladov, ki so: DVS MP Global, DVS Infond delniški, DVS NLB Sklad svetovnih delnic in DVS Primus International. Časovno obdobje zajema podatkov je eno leto, to je od 1. januarja 2006 do 1. januarja 2007. Za netvegano donosnost se na evropskih trgih pogojuje 10-letno donosnost nemških državnih obveznic, koeficient beta je izračunan iz donosnosti na tedenski osnovi ter za primerljiv indeks – benčmark – je izbran MSCI All Countries World Index.

Tabela 5: Vrednost preučevanih koeficientov v letu 2006 za globalne DVS

	MP Global	Infond delniški	NLB Svetovni	Primus Internat.	Povp.
Donos VS v %	9,65	20,55	8,00	10,10	
Netvegana donosnost 10-letnih nemških obv.	3,98	3,98	3,98	3,98	
Standardni odklon VS	7,47	11,61	7,67	8,50	
SHARPEOV KOEF.	0,76	1,43	0,52	0,72	0,86
β - beta	0,84	0,41	0,57	0,57	
TREYNORJEV KOEF.	6,79	40,03	7,09	10,80	16,18
Napoved rasti benchmarka v 2007	12	12	12	12	
JENSONOVA "ALFA"	12,37	19,89	8,57	10,67	12,87
Donos benchmarka	9,55	9,55	9,55	9,55	
Sledilna napaka	1,69	1,64	1,87	1,87	
INFORMACIJSKI KOEF	0,06	6,70	- 0,83	0,29	1,55

Vir: Lastni izračuni, Bloomberg, 2007.

S primerjavo Sharpeovih koeficientov med izbranimi vzajemnimi skladi lahko sklenemo, da se lahko z najučinkovitejšim poslovanjem pohvali DVS Infond delniški, ki je tudi po klasični donosnosti v letu 2006 prikazal najvišjo donosnost. S Sharpeovim koeficientom lahko ugotovimo, kateri vzajemni sklad je ustvaril najvišji donos na enoto tveganja. Iz zgornje tabele lahko razberemo, da je najvišji donos na enoto tveganja ustvaril DVS Infond delniški, kar polovico slabši donos na enoto tveganja je ustvaril DVS NLB Sklad svetovnih delnic. Če primerjamo donose na enoto tveganja s povprečjem v preučevani skupini, lahko ugotovimo, da je le DVS Infond delniški ustvaril nadpovprečni donos na enoto tveganja glede na celotno skupino.

S primerjavo Treynorjevih koeficientov v preučevani skupini lahko ugotovimo, da je prav tako najbolj učinkovit DVS Infond delniški. Tudi Treynorjevi koeficienti prikazujejo, da je le DVS Infond delniški v letu 2006 posloval učinkoviteje glede na dejansko tveganje kot ostali konkurenti v preučevani skupini.

Jensnova "Alfa" je merilo, ki skuša pojasniti, ali je donosnost portfelja primerna za njegovo stopnjo tveganja, izraženo s koeficientom beta. Iz zgornje tabele lahko sklenemo, da vsi vzajemni skladi dosegajo zadostno donosnost glede na svoje tveganje. Za Jensnovo "Alfo" je značilno, da lahko z njo primerjamo le vzajemne sklade, ki imajo enako tveganje – beto. S primerjavo DVS NLB Sklada svetovnih delnic in DVS Primus International lahko ugotovimo, da je boljši DVS Primus International. Pomanjkljivost Jensnove "Alfe" odpravimo z matematično metodo tako, da jo preoblikujemo v informacijski koeficient.

Informacijski koeficient je najkoristnejša alternativna mera donosnosti, saj le-ta ne meri le presežne donosnosti nad primerljivim indeksom, ampak meri tudi doslednost v upravljanju vzajemnega sklada. Z zgornjo analizo lahko ugotovimo, da je bil v letu 2006 najbolj dosledno upravljan DVS Infond delniški, ostali vzajemni skladi niso dosegli povprečja skupine. Najslabši DVS, izraženo z informacijskim koeficientom je NLB Sklad svetovnih delnic, saj je negativen, kar pomeni, da ne dosega donosnosti primerljivega indeksa.

4.2. DELNIŠKI VZAJEMNI SKLADI USMERJENI NA HITRO RASTOČE TRGE

Delniški vzajemni skladi, usmerjeni na hitro rastoče trge, imajo svoje naložbe usmerjene v največji meri na največje hitro rastoče trge in imajo najmanj 80 % naložb v delnicah. Največje hitro rastoče države so Brazilija, Rusija, Indija in Kitajska, poznamo jih pod kratico BRIC.

DVS Infond BRIC ima naložbe izključno v državah BRIC, preostali DVS (Probanka Beta, Modri korak, NLB Visoko rastoča gospodarstva) pa imajo v svojem portfelju poleg BRIC-a vključene še nekatere naložbe iz držav hitro rastočih trgov Vzhodne Evrope in Balkana.

Časovno obdobje zajema podatkov je eno leto, to je od 1. januarja 2006 do 1. januarja 2007, za netvegano donosnost se na evropskih trgih pogojuje 10-letno donosnost nemških državnih obveznic, koeficient beta je izračunan iz donosnosti na tedenski osnovi, hkrati je za primerljiv indeks – benčmark – izbran MSCI Daily TR Gross Emerging Markets World Index.

Tabela 6: Vrednost preučevanih koeficientov v letu 2006 za DVS, usmerjene na hitro rastoče trge

	Probanka Beta	Infond BRIC	Modri korak	NLB V.R.G.	Povp.
Donos VS v %	18,77	33,98	16,54	15,65	
Netvegana donosnost 10-letnih nemških obv.	3,98	3,98	3,98	3,98	
Standardni odklon VS	8,78	14,47	11,30	11,63	
SHARPEOV KOEFICIENT	1,68	2,07	1,11	1,00	1,46
β - beta	0,64	1,16	0,98	1,33	
TREYNORJEV KOEF.	23,16	25,78	12,76	8,74	17,61
Napoved rasti benchmarka v 2007	18	18	18	18	
JENSNOVA "ALFA"	23,74	46,32	26,36	30,39	31,70
Donos benchmarka	14,34	14,34	14,34	14,34	
Sledilna napaka	1,73	2,38	1,85	2,19	
INFORMACIJSKI KOEF	2,56	8,24	1,19	0,60	3,15

Vir: Lastni izračuni, Bloomberg, 2007.

Z izračunom Sharpeovega koeficienta za DVS, ki imajo svoja sredstva naložena na hitro rastočih trgih, lahko iz zgornje tabele razberemo, da je najvišji donos na enoto tveganja dosegel DVS Infond BRIC, najslabši pa NLB Visoko rastoča gospodarstva. Prav tako sta ta dva vzajemna sklada dosegla najboljšo in najslabšo učinkovitost poslovanja v letu 2006. DVS Infond BRIC in DVS Probanka Beta sta v letu 2006 dosegla nadpovprečni donos na enoto tveganja, ostala dva DVS pa podpovprečnega.

Treynorjevi koeficienti proučevanih DVS nam povedo, da je bil najučinkovitejši DVS v letu 2006 Infond BRIC. Ugotovimo lahko, da je razlika v donosnosti glede na Treynorjev koeficient občutno manjša kot pri izračunu klasične donosnosti. Razlog gre iskati v tem, da je DVS Infond BRIC veliko bolj tvegan, zato mu višja beta zmanjšuje učinkovitost poslovanja v primerjavi z DVS Probanka Beta. V tem primeru ga rešuje občutno večja donosnost. Sklenemo lahko, da v tem primeru velja, da so bili vlagatelji v letu 2006 poplačani z višjim donosom za privzeto večje tveganje. DVS Modri korak je glede na skoraj izenačeno

donosnost z DVS NLB Visoko rastoča gosp. povečal učinkovitost merjeno s Treynorjevim koeficientom zaradi nižjega tveganja.

Iz zgornje tabele lahko sklenemo, da merjeno z Jensnovo "Alfo", vsi vzajemni skladi dosegajo zadostno donosnost glede na njihovo tveganje, ker so njihove vrednosti pozitivne. Jensnova "Alfa" v tem primeru ni dobra mera uspešnosti preučevanih portfeljev, saj so njihova sistematična tveganja – bete – različne, zato moramo za pravilno interpretacijo končnih rezultatov uporabiti informacijski koeficient.

Informacijski koeficient pove, da je bil DVS Infond BRIC daleč najbolj donosen in dosledno upravljan DVS hitrorastočih držav. Kljub visoki sledilni napaki – volatilnosti – je ta DVS z visoko donosnostjo presegel vse tekmece. DVS Modri korak je bil bolj dosledno upravljan v letu 2006 od DVS NLB Visoko rastoča gospodarstva, saj je bil manj volatilen, kar mu je prineslo občutno večji informacijski koeficient kot njegovemu tekmeču.

4.3. GLOBALNI MEŠANI VZAJEMNI SKLADI

Globalni mešan vzajemni skladi (MVS) imajo svoje naložbe usmerjene globalno, njihov portfelj je sestavljen iz delnic, obveznic in kratkoročnih vrednostnih papirjev. Največji del portfelja je naložen v delnice, preostali del odpade na manj tvegane naložbe. Mešani vzajemni skladi so veliko manj izpostavljeni tveganju kot delniški vzajemni skladi, to lahko ugotovimo s podatki v spodnji tabeli. Časovno obdobje zajema podatkov je eno leto, to je od 1. januarja 2006 do 1. januarja 2007, za netvegano donosnost se na evropskih trgih pogojuje 10-letno donosnost nemških državnih obveznic, koeficient beta je izračunan iz donosnosti na tedenski osnovi ter za primerljiv indeks – benčmark – je izbran MSCI Eur Capital Markets Index (vsebina indeksa v Prilogi 5). V analizo so vključeni globalni MVS: Probanka Alfa, Triglav Rent, Modra kombinacija, NLB Kombinirani sklad in Primus mešani.

Tabela 7: Vrednost preučevanih koeficientov v letu 2006 za globalne MVS

	Probanka Alfa	Triglav renta	Modra komb.	NLB Komb.	Primus mešani	Povp.
Donos VS v %	12,23	12,76	18,59	6,58	22,96	
Netvegana donosnost 10-letnih nemških obv.	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98	
Standardni odklon VS	6,44	8,02	12,07	4,66	15,54	
SHARPEOV KOEF.	1,28	1,09	1,21	0,56	1,22	1,07
β - beta	0,41	0,39	0,46	0,52	0,21	
TREYNORJEV KOEF.	20,06	22,79	31,45	5,01	88,99	33,66
Napoved rasti benchmarka v 2007	9	9	9	9	9	
JENSNOVA "ALFA"	10,31	10,71	16,94	5,21	20,05	12,64
Donos benchmarka	8,45	8,45	8,45	8,45	8,45	
Sledilna napaka	1,14	0,98	1,11	0,98	1,06	
INFORMACIJSKI KOEF.	3,33	4,40	9,14	- 1,91	13,67	5,73

Vir: Lastni izračuni, Bloomberg, 2007.

Sharpeovi koeficienti globalnih MVS so veliko bolj izenačeni od preostalih skupin vzajemnih skladov. Za najučinkovitejši globalni MVS lahko razglasimo MVS Probanka Alfa. Ta MVS je kljub temu, da ni bil najdonosnejši, premagal svoja tekmeca MVS Primus mešani in MVS Modra kombinacija, ki sta sicer bila donosnejša. MVS Probanka Alfa je imel v letu 2006 najboljšo donosnost na enoto tveganja med globalnimi MVS, ker je imel najboljšo usklajenost med tveganjem in donosnostjo. Njegova konkurenta sta bila kljub boljši donosnosti na naložena sredstva veliko bolj tvegana. Na podlagi Sharpeovega koeficienta lahko sklenemo, da so bili vlagatelji sicer bolje poplačani z donosnostjo MVS Primus mešani in MVS Modra kombinacija, čeprav je bil najučinkovitejši in najdonosnejši na enoto tveganja MVS Probanka Alfa.

Ob pogledu na Treynorjeve koeficiente je slika malce drugačna. Najboljše upravljanje glede na Treynorjev koeficient je imel MVS Primus mešani, saj je bil v preteklem letu najdonosnejši ter najmanj tvegan glede na primerljivi indeks MSCI Eur Capital market, kar mu je prineslo najvišjo vrednost preučevanega koeficienta. Drugo najboljšo upravljanje je v letu 2006 imel MVS Modra kombinacija, ki je kljub visoki tveganosti glede na primerljiv indeks dosegel visok donos, zato je zaključil leto z visokim preučevanim koeficientom.

Iz zgornje tabele lahko sklenemo, da merjeno z Jensnovo "Alfo" vsi globalni MVS dosegajo zadostno donosnost glede na njegovo tveganje, ker so njihove vrednosti pozitivne. Jensnova "Alfa" v tem primeru ni dobro merilo uspešnosti proučevanih portfeljev, saj so njihova sistematična tveganja – bete različne, zato moramo za pravilno interpretacijo končnih rezultatov uporabiti informacijski koeficient.

Iz zgornje tabele lahko razberemo, da je imel v letu 2006 najvišji informacijski koeficient MVS Primus mešani, njemu sledi MVS Modra kombinacija. Ta dva MVS sta po donosu v letu 2006 najbolj presegala primerljiv indeks, najbolj donosen in konsistentno upravljan pa je bil prvi, saj je bil poleg tega manj tvegan od neposrednega tekmeca. Najslabši MVS v letu je bil MVS NLB kombinirani sklad, saj ni presegel donosa primerljivega indeksa in je zato imel negativen informacijski koeficient.

4.4. GLOBALNI OBVEZNIŠKI VZAJEMNI SKLADI

Globalni obvezniški vzajemni skladi (OVS) imajo svoje naložbe usmerjene globalno, njihov portfelj je sestavljen iz najmanj 80 odstotkov obveznic in kratkoročnih vrednostnih papirjev s fiksnim donosom. Časovno obdobje zajema podatkov je eno leto, to je od 1. januarja 2006 do 1. januarja 2007, za netvegano donosnost sem izbral ničelno donosnost, saj je le-ta manj tvegana od državnih vrednostnih papirjev, koeficient beta je izračunan iz donosnosti na tedenski osnovi ter za primerljiv indeks – benčmark – je izbran MSCI World Sovereign 10+ Year Tr Index.

Tabela 8: Vrednost proučevanih koeficientov v letu 2006 za globalne OVS

	KD Bond	NLB Obvez.	Primus bond	Modri kapital	OVS Pika	Povp.
Donos VS v %	1,01	0,39	9,38	- 1,02	7,26	
Netvegana donosnost	0	0	0	0	0	
Standardni odklon VS	1,69	1,79	6,52	2,45	5,19	
SHARPEOV KOEF.	0,60	0,22	1,44	- 0,42	1,40	0,65
β - beta	0,04	0,08	0,01	0,06	0,05	
TREYNORJEV KOEF.	23,51	5,00	632,69	- 15,93	132,98	155,65
Napoved rasti benchmarka v 2007	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	
JENSNOVA "ALFA"	1,20	0,74	9,45	- 0,73	7,51	3,63
Donos benchmarka	5,26	5,26	5,26	5,26	5,26	
Sledilna napaka	1,05	1,08	1,04	1,07	1,07	
INFORMACIJSKI KOEF.	- 4,06	- 4,53	3,94	- 5,87	1,87	- 1,73

Vir: Lastni izračuni, Bloomberg, 2007.

Z izračunom Sharpeovega koeficienta za globalne OVS lahko s pomočjo zgornje tabele ugotovimo, da je bil najučinkovitejši OVS v letu 2006 OVS Primus bond, njemu je z malo nižjim koeficientom sledil OVS Pika. Najmanj učinkovit OVS v letu 2006 je bil Modri kapital, saj je na letni ravni zabeležil negativno donosnost in posledično negativen Sharpeov koeficient.

Ob izračunih Treynorjevih koeficientov ugotovimo, da je stanje enako kot z izračunom Sharpeovih koeficientov.

Iz zgornje tabele je razvidno, da skoraj vsi globalni OVS dosegajo zadostno donosnost glede na svojo stopnjo tveganja. Izjema je le OVS Modri kapital, saj je njegova vrednost Jensnova "Alfe" negativna. Jensnova "Alfa" v tem primeru ni dobra mera uspešnosti proučevanih portfeljev, saj so njihova sistematična tveganja različna, zato moramo za pravilno interpretacijo končnih rezultatov uporabiti informacijski koeficient.

Informacijski koeficienti prikazani v vrhni tabeli kažejo, da sta le dva globalna OVS v letu 2006 preseгла donosnost primerljivega indeksa. OVS Primus bond in OVS Pika sta edina OVS, ki sta v letu 2006 imela dovolj konsistentno in učinkovito naložbeno politiko, ker sta edina s pozitivnim informacijskim koeficientom. Ker je imel OVS Primus bond najvišjo donosnost in najnižje tveganje je zaslužno na prvem mestu po izračunu vseh koeficientov v zgornji tabeli.

5. OCENJEVANJE IN RANGIRANJE TUJIH VZAJEMNIH SKLADOV, KI SE TRŽIJO V SLOVENIJI

V dosedanem delu analize vzajemnih skladov je bil poudarek le na vzajemnih skladih domačih upravljavcev, in sicer z namenom, da bi vzajemne sklade tujih upravljavcev predstavili skozi ocene tujih analitskih hiš, saj slovenski DZU po kakovosti, pristopu in količini sredstev v upravljanju ne dosegajo meril za te ocene. Ker je bilo v diplomskem delu govora o ocenjevanju in rangiranju vzajemnih skladov Standard & Poor's in Morningstar, bom tuje vzajemne sklade, ki se tržijo v Sloveniji, ocenil z njihovimi ocenami (ocene so v prilogah 4 in 5).

Vzajemni skladi tujih DZU, ki prejemajo oceno analitske hiše Morningstar in Standard & Poor's, so naslednji: Pioneer investments Austria (prej Capital Invest), Raiffeisen capital management, Eurizon capital (prej Sanpaolo IMI AM) in SGAM Luxembourg S.A.

Ob podrobnem pregledu tabele ocen opazimo, da si najboljše možno oceno, ki jo podeljuje Morningstar, lastijo le trije skladi. Ti vzajemni skladi so: denarni vzajemni sklad Capital Invest Euro Cash, delniški vzajemni sklad Austria Stock in obvezniški vzajemni sklad SGAM Fund – Bonds US Mortgage Backed Securities A. Če pa preučimo ocene vseh vzajemnih skladov posameznega DZU, si najboljše ocene Morningstarja lastijo vzajemni skladi Raiffeisen capital managementa.

Že v predhodni predstavitvi ocen Standard & Poor's sem pojasnil, da ta analitska hiša podeljuje vzajemnim skladom dve vrsti ocen. V prvi stopnji ocenjevanja Standard & Poor's podeli ocene na podoben način kot Morningstar, tako da vzajemne sklade razvrsti z normalno porazdelitvijo po uspešnosti poslovanja v preteklem obdobju. Ocene Standard & Poor's je v letu 2006 prejelo približno enako število vzajemnih skladov kot pri Morningstarjevem ocenjevanju, vendar je to le ocena, ki služi za izbiro tistih vzajemnih skladov, ki bodo deležni natančnejše analize. Med tistih 20 odstotkov se je uvrstilo le 13 vzajemnih skladov, to sta dva sklada DZU SGAM Luxembourg S.A, preostali pa pripadajo DZU Raiffeisen capital management. Vzajemni sklad, ki si za leto 2006 lasti najboljšo oceno Standard & Poor's, je Raiffeisen US Aktien, preostali vzajemni skladi prejemajo nižje ocene. Kot posebnost lahko omenimo, da je vzajemni sklad Raiffeisen Osteuropa Aktien trenutno pod drobnogledom Standard & Poor'sevih analitikov. Pred nekaj meseci je namreč Standard & Poor's dotedanjo oceno AAA začel preverjati, zato je trenutno oznaka pri skladu UR (*angl. under review*). To se je zgodilo, ker je upravljavski tim tega sklada zapustil eden od članov. Take menjave običajno sprožijo ponovno preverjanje ocene z vidika, ali bo upravljanje še naprej konsistentno. Predvidoma bo novi rating sklada znan zelo kmalu.

6. NAGRADE ZLATI "V"

Tudi v Slovenji se v zadnjih letih poskuša vpeljati metodo ocenjevanja vzajemnih skladov, kot to v tujini počneta analitski hiši Morningstar in Standard & Poor's. Zato so slovenski strokovnjaki s področja vzajemnih skladov in sodelavci revije Kapital začeli leta 2004 s podeljevanjem nagrad Zlati "V". Metodologija ocenjevanja je prilagojena slovenskemu trgu vzajemnih skladov, v metodologiji pa je v treh letih ocenjevanja viden občuten napredek, saj le-tega narekuje sam trg, ki v zadnjem obdobju beleži poplavo novih vzajemnih skladov, ne samo številčno, ampak tudi z vidika naložbenih politik. V letu 2006 so bile kategorije, kriteriji in merila za podeljevanje nagrad oblikovane po v nadaljevanju predstavljenih smernicah:

6.1 KATEGORIJE

1. Dve kategoriji glede na časovni horizont:
 - 1 leto,
 - 5 let.

2. Vzajemni skladi so v enoletni kategoriji razdeljeni na 6 podkategorij glede na naložbeno politiko:
 - denarni,
 - obvezniški,
 - mešani,
 - delniški, ki se dalje delijo na 3 podkategorije:
 - delniški – panožno in/ali geografsko specializirani,
 - delniški – globalno usmerjeni,
 - delniški – evropsko usmerjeni.
3. Vzajemni skladi so v petletni kategoriji razdeljeni na 3 podkategorije glede na naložbeno politiko:
 - obvezniški,
 - mešani,
 - delniški.

6.2 KRITERIJ IZBORA ZA PODELITEV NAGRAD ZA LETO 2006

1. Za kategorijo vzajemnih skladov za enoletni časovni horizont so se ocenjevali:
 - vzajemni skladi, ki so bili za slovenske investitorje dostopni celotno leto 2006, ter
 - vzajemni skladi, ki so pod enakimi pravili upravljanja delovali že vsaj od 1. julija 2005.
 - Za podkategorijo delniških globalnih skladov je bil postavljen dodaten kriterij. Vzajemni sklad na dan 30. novembra 2006 ni smel imeti v portfelju več kot 1/3 slovenskih delnic.
 - Za podkategorijo delniških evropsko usmerjenih skladov je bil tudi postavljen dodaten kriterij, in sicer da vzajemni sklad na dan 30. novembra 2006 ni smel imeti v portfelju več kot 1/2 slovenskih delnic.
2. Za kategorijo vzajemnih skladov za petletni časovni horizont so bili kriteriji naslednji:
 - ocenjevali so se vzajemni skladi, ki so bili za slovenske investitorje dostopni celotno leto 2006, in
 - vzajemni skladi, ki so delovali že vsaj pet polnih let.

Na podlagi zgornjih omejitev je komisija določila 9 kategorij, v katerih so bile podeljene nagrade. Nagrade so dodeljene za prvo mesto v vsaki kategoriji.

6.3 MERILA ZA IZBOR ZA LETO 2006

Moramo se zavedati, da je metodika izbora kompromis med željami posnemati dodelane modele, ki so znane v tujini, in možnim ter razpoložljivim v Sloveniji. Izborni kriteriji so oblikovani skozi interese vlagatelja, v želji ohraniti enostaven pristop, temelječ na javno dostopnih podatkih.

Pri izboru za obe časovni obdobji so upoštevani trije osnovni kriteriji:

1. kriterij – donosnost,
2. kriterij – nihajnost,
3. kriterij – razporeditev portfelja.

Za razliko od preteklih ocenjevanj je izbor leta 2006 temeljil ne le na čistem matematičnem modelu, ampak tudi na strokovni presoji komisije.

7. OCENA IN KOMENTAR TRENUTNEGA STANJA NA PODROČJU OCENJEVANJA IN RANGIRANJA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Od leta 1992, ko je bil ustanovljen prvi vzajemni sklad, se je do danes število vzajemnih skladov povzpelo prek števila 230, domači in tuji vzajemni skladi so skupaj upravljali 2.229 mio. EUR sredstev, ali za tiste, ki še imate boljši občutek v slovenskem denarju, 535 mrd. SIT. To pomeni, da je bila prebita magična meja 1.000 EUR na prebivalca. V skoraj petnajstletnem obdobju poslovanja vzajemnih skladov na slovenskem trgu kapitala je bilo v tej industriji zaznati občuten napredek. Kljub temu ostaja na trgu še veliko maneverskega prostora za uveljavitev novih produktov z namenom pritegniti še večji delež sredstev na prebivalca v vzajemne sklade ter povišati kakovost celotne industrije. V nadaljevanju bom predstavil svoj pogled o ocenjevanju in rangiranju vzajemnih skladov v Sloveniji.

Večji del moje ocene bom posvetil nagradam Zlati "V", saj mislim, da bo ta metoda ocenjevanja in rangiranja v prihodnje določala smernice o ocenjevanju uspešnosti vzajemnih skladov na domačem trgu.

Pozitivna lastnost omenjene metode je, da se poskuša v Sloveniji oblikovati model, ki bi kar najbolje ocenil razmere na trgu. V preteklosti je že več posameznikov poskušalo vzpostaviti model po vzoru Morningstarja in Standard & Poor'sa, vendar so se vsi avtorji na koncu umaknili z razlago, da trg v Sloveniji še ne omogoča statistično relevantne izvedbe po kriterijih, kot jih uporabljajo na razvitih trgih. Po mojem mnenju je največji premik Zlatega "V" v pozitivno smer, da poskuša oblikovati kategorije vzajemnih skladov, kot to počne metoda Morningstar. To metodi že nekako uspeva, vendar bo v bodoče potrebno poskusiti oblikovati model s kategorijami vzajemnih skladov, ki bo poskušal zajeti v analizo vse vzajemne sklade, ki so se v preučevanem obdobju tržili na našem trgu. Tako bi določili zmagovalce ločeno za vsako kategorijo. A bo metoda morala kljub maloštevilnim vzajemnim skladom v nekaterih kategorijah in morebitnim večjim razlikam v sestavah portfeljev prikazovati relevantne končne ocene. Mislim, da bo to dejstvo največji izziv avtorjem Zlatega "V". Moj predlog rešitve tega problema je, da bi se v bodoče ocenjevalo vzajemne sklade na četrletni ali mesečni bazi, po vzoru Morningstarja in tako s sprotnim opazovanjem preučevanih kategorij prilagajalo metodologijo le tistim kategorijam, ki statistično ne bi prinašale zadovoljivih rezultatov. Tako bi lahko za vsako kategorijo skozi čas določili kar najbolj optimalno ocenjevanje in ob tem še sproti lahko določili zvezdice posameznim vzajemnim skladom. Ob tem pa tekoče in na koncu leta ne bi podeljevali ocen tistim kategorijam, ki ne bi imela dodelanega ocenjevanja, saj bi se tako izognili morebitnim nepravilnostim. Druga pozitivna lastnost Zlatega "V" je določitev obdobja zajema podatkov za statistično analizo. Glede na specifične lastnosti vzajemnih skladov mislim, da sta obdobji zajema podatkov trenutno optimalni (1 in 5 let), v prihodnje bo potrebno obdobja razširiti na 3 skupine, po vzoru Morningstarja. Poleg pozitivnih lastnosti ima metodologija nagrajevanja vzajemnih skladov Zlati "V" tudi nekaj pomanjkljivosti.

Prva pomanjkljivost metodologije Zlati "V" je v tem, da kriteriji za izbor (donosnost, nihajnost in razporeditev portfelja) niso predstavljeni širši javnosti. To je razlog, da je v Sloveniji ocenjevanje in rangiranje vzajemnih skladov zapleteno in še v povojih. Ampak kljub temu bo potrebno metodologijo v prihodnje boljše ali v celoti predstaviti širši javnosti, saj bo

tako mogoče lažje oceniti in dodelati vse pomanjkljivosti, ki jih model predstavlja. Metodologija pa bo s predstavitvijo širši javnosti pridobila na verodostojnosti. Pri določitvi kriterijev ni poznan koeficient izračuna donosnosti in metoda izračuna variabilnosti, ni znano, po kakšnem ključu so ocenjene sestave portfelja ter kakšne so deleži posameznih kriterijev. Moj predlog za rešitev omenjenega je, da se metodologija ocenjevanja predstavi širši javnosti in tako s tem ponudi možnost vsem, ki so z omenjeno tematiko seznanjeni, da podajo svoje predloge izboljšav. Te predloge naj zbere in preuči že znana komisija in v sodelovanju z revijo Kapital sporoči vse ugotovitve in končne spremembe širši javnosti. Druga stvar, ki jo je potrebno omeniti pri pomanjkljivostih omenjene metodologije, je po mojem mnenju ta, da bi bilo bolje, če bi bolj temeljila na metodologiji Morningstar, kot pa na metodologiji Standard & Poor's. Kot je znano je določen delež v ocenjevanju vzajemnih skladov za leto 2006 imela subjektivna ocena strokovne komisije, kar je značilno za metodologijo Standard & Poor's. Mislim, da so strokovne ocene komisij lahko ugodnejše za ene kot za druge (sploh v Sloveniji) zato menim, da je boljša dodelana statistična ocena. Poleg tega mislim, da bilo nerealno pričakovati, da bi se v Sloveniji oblikovala ekipa analitikov za revidiranje najboljših vzajemnih skladov, kot to počne Standard & Poor's. Ni mi znano, na kakšni metodološki podlagi je temeljila ocena strokovne komisije Zlati "V" in po kateri metodologiji se model zgleduje, lahko pa ocenim, da se po modelu Standard & Poor's slovenski vzajemni skladi težko primerjajo s tujimi. To je razlog, da bi bila izvirna metodologija Stanadard & Poor's za slovenski trg nerelevantna.

Na koncu lahko sklenem, da je ocenjevalna metoda Zlati "V" na pravi poti, vendar bo moralo preteči še nekaj časa, da bo le-ta dobila pravo podobo, tako v vsebinskem smislu kakor tudi na popularnosti med širšo javnostjo.

SKLEP

Industrija vzajemnih skladov je globalno gledano doživela največji razcvet na samem koncu dvajsetega stoletja in se nadaljuje še danes. V Sloveniji razcvet doživlja v zadnjih nekaj letih, tako po številu in pojavljanju novih vrst vzajemnih skladov, ponujenih s strani domačih in tujih družb za upravljanje, kot tudi po količini sredstev v upravljanju. Potenciala za rast je še ogromno, saj po vloženi sredstvih na prebivalca še močno zaostajamo za najrazvitejšimi državami. S poenostavitvijo postopkov, uvedbo novih produktov in prijaznejšo davčno zakonodajo bi slovenska država omogočila nadaljnji razvoj te industrije.

Z diplomskim delom sem želel prikazati novejša metode merjenja uspešnosti vzajemnih skladov in njihovega rangiranja. V prvem delu sem natančno definiral najpomembnejše kazalce merjenja uspešnosti. Ti kazalci nazorno prikazujejo, da lahko uspešnost posameznih portfeljev ocenjujemo na več načinov. V praksi najpopularnejša Sharpeov in informacijski koeficient pripisujeta veliko utež v končni oceni volatilitnosti portfelja, vendar je donosnost portfelja kljub temu še vedno najpomembnejša. Zato lahko sklenemo, da je, ne glede na kazalec merjenja uspešnosti, najboljši tisti, ki je najdonosnejši ne glede na volatilitnost. To potrjujejo tudi moji izračuni v peti točki.

V drugem delu sta predstavljene metodi ocenjevanja in rangiranja vzajemnih skladov Standard & Poor's in Morningstar. Metodi sta si po zasnovi različni. Metoda Standard & Poor's temelji na kvalitativnih podatkih in informacijskem kazalcu, medtem Morningstar pa na kvantitativnih podatkih in Sharpeovem kazalcu. Vsaka izmed omenjenih metod ima določene prednosti pri izračunavanju uspešnosti poslovnja vzajemnih skladov, vendar obe na koncu

podajata približno enake rezultate. Prva metoda daje večjo utež v končni oceni osebnemu odnosu pri ocenjevanju, druga pa ima bolj dodelan računsko-matematičen model ocenjevanja. Sklenemo lahko, da vsaka od metod pridobi in interpretira končne rezultate na svoj način, toda kljub temu so na koncu v obeh primerih najdonosnejši vzajemni skladi ocenjeni najboljše.

Podeljevanje nagrad Zlati "V" predstavlja v zadnjem obdobju nadgradnjo slovenskega trga vzajemnih skladov. Nagrade Zlati "V" pomenijo napredek v ocenjevanju in rangiranju vzajemnih skladov na slovenskem trgu, vendar bo za verodostojnost in kakovost omenjenega ocenjevanja potrebno kot je bilo že omenjeno v komentarju v osmem poglavju diplomskega dela, postoriti še veliko. V ta namen sem tudi sam v komentarju navedel nekatere predloge, ki bi po mojem mnenju doprinesli k napredku modela Zlati "V". Kljub še nedodelanemu modelu ocenjevanja Zlati "V" si vsi vlagatelji in poznavalci kapitalskih trgov želimo, da bi v prihodnje ta oblika ocenjevanja zaživela in dobila v Sloveniji osrednjo vlogo v ocenjevanju in rangiranju vzajemnih skladov.

LITERATURA

1. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J: Investments. Third edition. Boston : McGraw-Hill, 1996. 937 str.
2. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. Fourth edition. New York : McGraw-Hill, 1999. 967 str.
3. Corrado Charles J., Jordan Bradford D.: Fundamentals of investments, valuation and management. New York: McGraw-Hill, 2004. 432 str.
4. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
5. Francis Jack C., Ibbotson Roger: Investments. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2002. 800 str.
6. Furlan Aljoša: Morningstar analitska agencija: Bančni vestnik. Ljubljana, 2004. 11, str. 39–40
7. Kovačič Simona: Upravljanje obvezniških vzajemnih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2005. 98 str.
8. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
9. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
10. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
11. Sharpe William F., Aleksander Gordon J., Bailey Jeffrey V.: Investments. Upper Saddle River: Prentice Hall, 1999. 962 str.
12. Standard & Poor's takes many factors into account in fund ratings: Evening Standard: London Knight Ridder/Tribune Business News, 24.10.2003.
13. Zaletelj Tina: Notranja revizija družb za upravljanje. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2006. 46 str.

VIRI

1. Berk Aleš, Košak Marko: Metodologija za rangiranje vzajemnih skladov družb za upravljanje: članic ZDU-GIZ, november 2005. 10 str.
2. Fact sheet: The Morningstar Rating For Funds, 2003. 2 str.
3. Funds 200: Morningstar Investing Classroom. [URL: <http://news.morningstar.com/classroom2/course.asp?docId=2930&page=2&CN=COM>], 2006.
4. Morningstar Fact Sheet: The Morningstar Style Box: 1 March 2004. 2 str. [URL: http://corporate.morningstar.com/us/documents/MethodologyDocuments/FactSheets/MorningstarStyleBox_FactSheet_.pdf], 2004.
5. Morningstar Rating Methodology: 1 October 2003. 21 str.
6. Performance evaluation and active portfolio management, 23 str. [URL: http://fisher.osu.edu/~kho_1/Ch20_performance.ppt], 2006.
7. Prospekt delniškega vzajemnega sklada Ilirika Vzhodna Evropa: Ilirika DZU d.o.o., 2006. 27 str.
8. Rating the star rating: Edhec Risk and Asset Management Research Centre. Paris, 2005. 36 str. [URL: http://www.edhec-risk.com/performance_and_style_analysis/Rating%20the%20Ratings/about_us_html/attachments/Rating%20the%20Ratings.pdf], 2005.
9. Standard & Poor's Fund Management Ratings: Ocena kakovosti upravljanja, [URL: <http://www.financna-tocka.si/knjiznica.php?id=53>], 2006.
10. Standard & Poor's Fund Management Rating Process: [URL: http://www.ebrochureware.sp.co.gg/PDF/Ratings_Brochure_EN.pdf, 2006, str. 11], 2006.
11. Standard & Poor's Fund Stars. [URL: <http://www.sandpfundservices.com/UK/products/fundRatings/equity/equityFundstarsGlossexam.html>], 2006.
12. Standard & Poor's Stars vs. Rating. [URL: <http://www.sandpfundservices.com/UK/products/fundRatings/equity/equityFundstars.html>], 2006.
13. Standard & Poor's Step By Step Diagram, [URL: <http://www.sandpfundservices.com/UK/products/fundRatings/equity/equityStep.html>], 2006.
14. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1) (Uradni list RS, št. 42/06).
15. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS, št. 110/02, 73/03, 32/04, 68/05).

PRILOGE

Priloga 1: Morningstarjeve kategorije vzajemnih skladov

Current List

There are 69 fund categories used in the United States by Morningstar. They are:

Large Value	World Stock
Large Blend	World Allocation
Large Growth	Specialty Precious Metals
Mid-Cap Value	Long Government
Mid-Cap Blend	Intermediate Government
Mid-Cap Growth	Short Government
Small Value	Inflation-Protected Bond
Small Blend	Long-Term Bond
Small Growth	Intermediate-Term Bond
Specialty Communications	Short-Term Bond
Specialty Financial	Ultrashort Bond
Specialty Health	Bank Loan
Specialty Natural Resources	Stable Value*
Specialty Real Estate	High Yield Bond
Specialty Technology	Multisector Bond
Specialty Utilities	World Bond
Long-Short	Emerging Markets Bond
Bear Market*	Muni National Long
Conservative Allocation	Muni National Intermediate
Moderate Allocation	Muni National Short
Convertibles	High Yield Muni
Target-Date 2000-2014	Muni Single State Long
Target-Date 2015-2029	Muni Single State Interm
Target-Date 2030+	Mini Single State Short
Europe Stock	Muni California Long
Latin America Stock	Muni California Int/Sh
Diversified Emerging Markets	Muni Florida
Diversified Pacific/Asia	Muni Massachusetts
Pacific/Asia (ex Japan) Stock	Muni Minnesota
Japan Stock	Muni New Jersey
Foreign Large Value	Muni New York Long
Foreign Large Blend	Muni New York Int/Sh
Foreign Large Growth	Muni Ohio
Foreign Small/Mid Value	Muni Pennsylvania
Foreign Small/Mid Growth	

*Ratings are not assigned to funds in the Bear Market category because their strategies for shorting the market vary so widely. The Stable Value category is only used for custom funds and separate accounts.

Vir: Morningstar, 2006.

Priloga 2: Morningstarjeva korelacijska lestvica

Large Value		1.00								
Large Blend		0.50	1.00							
Large Growth		0.00	0.50	1.00						
Mid-cap Value		0.50	0.25	0.00	1.00					
Mid-cap Blend		0.25	0.50	0.25	0.50	1.00				
Mid-cap Growth		0.00	0.25	0.50	0.00	0.50	1.00			
Small Value		0.00	0.00	0.00	0.50	0.25	0.00	1.00		
Small Blend		0.00	0.00	0.00	0.25	0.50	0.25	0.50	1.00	
Small Growth		0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.50	0.00	0.50	1.00

Vir: Morningstar, 2006.

Priloga 3: Morningstarjevi korelacijski koeficienti

Across Broad Asset Classes

Large Value	World Stock	0.50
Large Blend	World Stock	0.50
Large Growth	World Stock	0.50
Mid-Cap Value	World Stock	0.50
Mid-Cap Blend	World Stock	0.50
Mid-Cap Growth	World Stock	0.50
Small Value	World Stock	0.50
Small Blend	World Stock	0.50
Small Growth	World Stock	0.50
Conservative Allocation	World Allocation	0.25
Moderate Allocation	World Allocation	0.25
Conservative Allocation	Multisector Bond	0.25

Domestic Equity

Large Value	Moderate Allocation	0.25
Large Blend	Moderate Allocation	0.25
Large Growth	Moderate Allocation	0.25
Mid-Cap Value	Moderate Allocation	0.25
Mid-Cap Blend	Moderate Allocation	0.25
Mid-Cap Growth	Moderate Allocation	0.25
Small Value	Moderate Allocation	0.25
Small Blend	Moderate Allocation	0.25
Small Growth	Moderate Allocation	0.25
Moderate Allocation	Conservative Allocation	0.50
Specialty-Technology	Specialty-Communications	0.25
Target-Date 2000-2014	Conservative Allocation	0.50
Target-Date 2015-2029	Moderate Allocation	0.50
Target-Date 2030+	Moderate Allocation	0.50

International Equity

Foreign Large Value	World Stock	0.50
Foreign Large Blend	World Stock	0.50
Foreign Large Growth	World Stock	0.50
Foreign Small/Mid Value	World Stock	0.50
Foreign Small/Mid Growth	World Stock	0.50
Foreign Large Value	Foreign Large Blend	0.50
Foreign Large Blend	Foreign Large Growth	0.50
Foreign Small/Mid Value	Foreign Small/Mid Growth	0.25
Foreign Small/Mid Value	Foreign Large Value	0.25
Foreign Small/Mid Value	Foreign Large Blend	0.25
Foreign Small/Mid Growth	Foreign Large Blend	0.25
Foreign Small/Mid Growth	Foreign Large Growth	0.25

Taxable Bond

Long Government	Intermediate Government	0.50
Intermediate Government	Short Government	0.50
Long-Term Bond	Intermediate-Term Bond	0.50
Intermediate-Term Bond	Short-Term Bond	0.50
Short-Term Bond	Ultrashort Bond	0.50
Inflation-Protected Bond	Long Government	0.50
Inflation-Protected Bond	Intermediate Government	0.50

Municipal Bond

Muni National Long	Muni National Interm	0.50
Muni National Interm	Muni National Short	0.50
High Yield Muni	Muni National Long	0.50
High Yield Muni	Muni National Interm	0.50
High Yield Muni	Muni National Short	0.50
Muni Single State Long	Muni Single State Interm	0.50
Muni Single State Interm	Muni Single State Short	0.50
Muni New York Long	Muni New York Int/Sh	0.50
Muni California Long	Muni California Int/Sh	0.50

Vir: Morningstar, 2006.

Priloga 4:

MORNINGSTARJEVE OCENE VZAJEMNIH SKLADOV, KI IMAJO DOVOLJENJE ZA TRŽENJE V REPUBLIKI SLOVENIJI

DZU in NAZIV VZAJEMNEGA SKLADA	TIP VS	OCENA/ZVEZDICE PO METODI MORNINGSTAR
PIONEER INVESTMENTS AUSTRIA (prej Capital Invest)		
Capital Invest Euro Cash	Denarni	★★★★★
Capital Invest America Stock	Delniški	★★
Capital Invest Austria Stock	Delniški	★★★★★
Capital Invest Eastern Europe Stock	Delniški	★★
Capital Invest Select Europe Stock	Delniški	★★★
Capital Invest Central Europe Bond	Obvezniški	★★
Capital Invest Dollar Bond	Obvezniški	★★
Capital Invest Euro Corporate Bond	Obvezniški	★★★
Capital Invest Euro Government Bond	Obvezniški	★★★★
RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT		
Raiffeisen Euro Liquid	Denarni	★★★★
Raiffeisen EmergingMarkets Aktien	Delniški	★★
Raiffeisen Energie Aktien	Delniški	★★★★
Raiffeisen Eurasien Aktien	Delniški	★★★★
Raiffeisen Europa Aktien	Delniški	★★★
Raiffeisen Global Aktien	Delniški	★★
Raiffeisen HealthCare Aktien	Delniški	★★★★
Raiffeisen Osteuropa Aktien	Delniški	★★★
Raiffeisen Pazifik Aktien	Delniški	★★★★
Raiffeisen US Aktien	Delniški	★★★
Raiffeisen Global Mix	Mešani	★★★
Raiffeisen Euro Corporates	Obvezniški	★★★★
Raiffeisen EuroPlus Rent	Obvezniški	★★★★
Raiffeisen Global Rent	Obvezniški	★★★★
Raiffeisen Konvergenz Rent	Obvezniški	★★
EURIZON CAPITAL (prej Sanpaolo IMI AM)		
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Liquidita Dolari [R]	Denarni	★★★
Sanpaolo International Fund - Valore Liquidita [R]	Denarni	★★
Sanpaolo International fund - Obiettivo Alta Tecnologia [R]	Delniški	★★
Sanpaolo International Fund - Obiettivo America Latina [R]	Delniški	★★★
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Banche [R]	Delniški	★★

Sanpaolo International Fund - Obiettivo Cina [R]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Energie & Materie Prime [R]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Euro [R]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Europa [R]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Farma [RH]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Farma [R]	Delniški	☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Giappone [RH]	Delniški	☆☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Giappone [R]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Industria [R]	Delniški	☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Nord America [RH]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Nord America [R]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Oceania [RH]	Delniški	☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Oceania [R]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Paesi Emergenti Asia [R]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Paesi Emergenti Europa Medio Oriente ed Africa [R]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Telecomunicazioni [R]	Delniški	☆☆
Sanpaolo International Fund - Small Cap Europa [R]	Delniški	☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Euro breve termine [R]	Obvezniški	☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Euro lungo termine [R]	Obvezniški	☆☆☆☆
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Euro medio termine [R]	Obvezniški	☆
SGAM LUXEMBOURG S.A.		
SGAM Fund - Money Market Euro A	Denarni	☆☆☆
SGAM Fund - Money Market USD A	Denarni	☆☆☆☆
SGAM Fund - Equities Asia Pac Dual Strategies A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Equities China A	Delniški	☆☆☆
SGAM Fund - Equities Eastern Europe A	Delniški	☆
SGAM Fund - Equities Euroland A	Delniški	☆☆☆
SGAM Fund - Equities Euroland Cyclical A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Equities Euroland Financial A	Delniški	☆☆☆☆
SGAM Fund - Equities Euroland Mid Cap A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Equities Europe A	Delniški	☆☆☆
SGAM Fund - Equities Global A	Delniški	☆☆☆
SGAM Fund - Equities Global Emerging Countries A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Equities Global Technology A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Equities Gold Mines A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Equities Japan Small Cap A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Equities Switzerland A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Equities UK A	Delniški	☆
SGAM Fund - Equities US Concentrated Core A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Equities US Large Cap Growth A	Delniški	☆
SGAM Fund - Equities US Mid Cap Growth A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Equities US Multi Strategies A	Delniški	☆☆☆☆
SGAM Fund - Equities US Relative Value A	Delniški	☆☆☆☆
SGAM Fund - Equities US Small Cap Value A	Delniški	☆☆
SGAM Fund - Bonds CHF A	Obvezniški	☆☆
SGAM Fund - Bonds Converging Europe A	Obvezniški	☆☆
SGAM Fund - Bonds Euro A	Obvezniški	☆☆
SGAM Fund - Bonds Europe A	Obvezniški	☆☆
SGAM Fund - Bonds Europe High Yield A	Obvezniški	☆☆☆
SGAM Fund - Bonds US Mortgage Backed Securities A	Obvezniški	☆☆☆☆☆
SGAM Fund - Bonds US Opportunistic Core Plus A	Obvezniški	☆
SGAM Fund - Bonds World A	Obvezniški	☆☆

Vir: www.finačna-tocka.si

Priloga 5:

STANDARD & POOR'SOVE OCENE VZAJEMNIH SKLADOV, KI IMAJO DOVOLJENJE ZA TRŽENJE V REPUBLIKI SLOVENIJI

DZU in NAZIV VZAJEMNEGA SKLADA	TIP VS	ZVEZDICE S&P	OCENA S&P KAKOVOSTI UPRAVLJANJ A VS
PIONEER INVESTMENTS AUSTRIA (prej Capital Invest)			
Capital Invest Euro Cash	Denarni	★★★★★	
Capital Invest America Stock	Delniški	★	
Capital Invest Austria Stock	Delniški	★★	
Capital Invest Eastern Europe Stock	Delniški	★★	
Capital Invest Gold Stock	Delniški	★★★	
Capital Invest Select Europe Stock	Delniški	★★	
Capital Invest Central Europe Bond	Obvezniški	★★	
Capital Invest Dollar Bond	Obvezniški	★★	
Capital Invest Euro Corporate Bond	Obvezniški	★★	
Capital Invest Euro Government Bond	Obvezniški	★★★★	
RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT			
Raiffeisen Euro Liquid	Denarni	★★★★	AA
Raiffeisen EmergingMarkets Aktien	Delniški	★★	
Raiffeisen Energie Aktien	Delniški	★★★★	AA
Raiffeisen Eurasien Aktien	Delniški	★★★★★	UR
Raiffeisen Europa Aktien	Delniški	★★	AA
Raiffeisen Global Aktien	Delniški	★	A
Raiffeisen HealthCare Aktien	Delniški	★★★★	AA
Raiffeisen Osteuropa Aktien	Delniški	★★★	
Raiffeisen Pazifik Aktien	Delniški	★★★★	AA
Raiffeisen US Aktien	Delniški	★★	AAA
Raiffeisen Global Mix	Mešani	★★★	AA
Raiffeisen Euro Corporates	Obvezniški	★★★	
Raiffeisen EuroPlus Rent	Obvezniški	★★★★★	AA
Raiffeisen Global Rent	Obvezniški	★★★★	AA
Raiffeisen Konvergenz Rent	Obvezniški	★★★★	
EURIZON CAPITAL (prej Sanpaolo IMI AM)			
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Liquidita Dolari [R]	Denarni	★★	
Sanpaolo International Fund - Valore Liquidita [R]	Denarni	★	
Sanpaolo International fund - Obiettivo Alta Tecnologia [R]	Delniški	★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo America Latina [R]	Delniški	★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Banche [R]	Delniški	★★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Cina [R]	Delniški	★★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Energie & Materie Prime [R]	Delniški	★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Euro [R]	Delniški	★★★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Europa [R]	Delniški	★★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Farma [R]	Delniški	★★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Giappone [R]	Delniški	★★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Industria [R]	Delniški	★★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Nord America [R]	Delniški	★★★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Oceania [R]	Delniški	★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Paesi Emergenti Europa Medio Oriente ed Africa [R]	Delniški	★★★★	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Telecomunicazioni [R]	Delniški	★★★	
Sanpaolo International Fund - Small Cap Europa [R]	Delniški	★★	

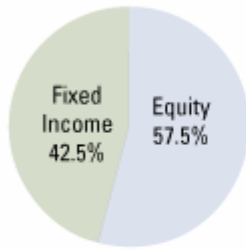
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Euro breve termine [R]	Obvezniški	☆☆	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Euro lungo termine [R]	Obvezniški	☆☆☆	
Sanpaolo International Fund - Obiettivo Euro medio termine [R]	Obvezniški	☆☆	
SGAM LUXEMBOURG S.A.			
SGAM Fund - Money Market Euro A	Denarni	☆☆☆☆	
SGAM Fund - Money Market USD A	Denarni	☆☆☆☆	
SGAM Fund - Equities China A	Delniški	☆☆☆☆	
SGAM Fund - Equities Eastern Europe A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Equities Euroland A	Delniški	☆☆☆	
SGAM Fund - Equities Euroland Cyclical A	Delniški	☆☆☆☆	
SGAM Fund - Equities Euroland Financial A	Delniški	☆☆☆☆☆	
SGAM Fund - Equities Euroland Mid Cap A	Delniški	☆☆☆☆	
SGAM Fund - Equities Europe A	Delniški	☆☆☆	
SGAM Fund - Equities Global A	Delniški	☆☆☆	
SGAM Fund - Equities Global Emerging Countries A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Equities Global Energy A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Equities Global Technology A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Equities Gold Mines A	Delniški	☆☆☆☆	
SGAM Fund - Equities Japan Small Cap A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Equities Switzerland A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Equities UK A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Equities US Concentrated Core A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Equities US Large Cap Growth A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Equities US Mid Cap Growth A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Equities US Multi Strategies A	Delniški	☆☆☆	
SGAM Fund - Equities US Relative Value A	Delniški	☆☆☆☆☆	
SGAM Fund - Equities US Small Cap Value A	Delniški	☆☆	
SGAM Fund - Bonds CHF A	Obvezniški	☆☆☆☆	
SGAM Fund - Bonds Converging Europe A	Obvezniški	☆☆☆☆	
SGAM Fund - Bonds Euro A	Obvezniški	☆☆☆	
SGAM Fund - Bonds Europe A	Obvezniški	☆☆	
SGAM Fund - Bonds Europe High Yield A	Obvezniški	☆☆	A
SGAM Fund - Bonds US Mortgage Backed Securities A	Obvezniški	☆☆☆☆	
SGAM Fund - Bonds US Opportunistic Core Plus A	Obvezniški	☆☆	
SGAM Fund - Bonds World A	Obvezniški	☆☆	A

Vir: www.finačna-točka.si

Priloga 6: Sestava benčmarka MSCI Eur Capital Markets

The MSCI Global Capital Markets IndexSM combines the components of the MSCI All Country World IndexSM and the MSCI Global Total Bond IndexSM, providing an objective representation of the global capital markets for research, communication and benchmarking.

Asset Class Breakdown
as of March 31, 2006

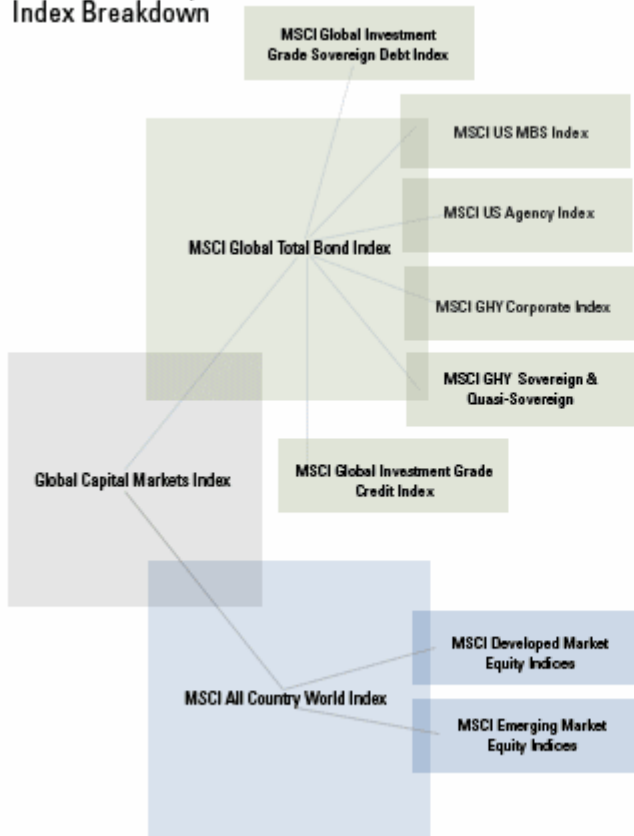


As of March 31, 2006 the total market capitalization of the MSCI Global Capital Markets Index was USD 44.9 trillion, comprising USD 25.8 trillion in equity and USD 19.1 trillion in fixed income. There are more than 11,500 securities in the MSCI Global Capital Markets Index.

Asset Segment **Weight**

Equity	
North America	28.5%
Europe	16.7%
Asia & Pacific	8.2%
Emerging Market	4.1%
Total Equity	57.5%
Fixed Income	
Sovereign	22.1%
US	4.7%
Europe	8.6%
Japan	6.0%
Other	2.8%
Investment Grade Credit	18.7%
US	7.3%
US Mortgage Backed	6.1%
Europe	4.5%
Other	0.8%
High Yield	1.7%
Total Fixed Income	42.5%

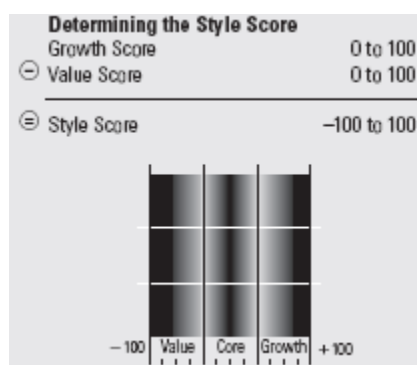
MSCI Global Capital Markets Index Breakdown



The MSCI Global Capital Markets Index uses a building-block construction methodology

- It has two primary components, MSCI Equity Indices and MSCI Fixed Income Indices
- Further breakdowns of the primary component indices are also available to facilitate the assessment of relative market size and performance of the underlying asset segments
- The Index is also broken down into 5 main currency blocks (USD, EUR, GBP, Yen and CHF) enabling the computation of local currency and ex-local currency opportunity sets;
 - e.g. USD Capital Markets Index and corresponding Global Capital Markets ex USD
- The Index is calculated daily (in 7 currencies)

Priloga 7: Razvrstitev podjetij po Morningstar Style Boxu



Vir: Morningstar Style Box Fact Sheet, 2004.

Priloga 8: Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov

TUJ IZRAZ	SLOVENSKI PREVOD
<i>Closed-end investment fund</i>	Zaprta investicijski sklad
<i>Diversified closed-end fund</i>	Razprešeni zaprti investicijski sklad
<i>Dual-purpose fund</i>	Sklad z dvojnimi namenoma
<i>Specialized closed-end fund</i>	Specializiran zaprti investicijski sklad
<i>Open-end investment fund</i>	Odpri investicijski sklad
<i>Aggressive growth fund</i>	Sklad agresivne rasti
<i>Moderate growth fund</i>	Sklad zmerne rasti
<i>Conservative growth fund</i>	Sklad zadržane rasti
<i>Load fund</i>	Sklad s provizijo
<i>No-load fund</i>	Sklad brez provizije
<i>Back-load fund</i>	Skladi z izstopno provizijo
<i>Capital Asset Pricing Model</i>	Model določanja cen dolgoročnih naložb
<i>Appraisal ratio</i>	Cenitveni koeficient
<i>Benchmark</i>	Benčmark ali primerljivi indeks ali kriterijski indeks
<i>Tracking error</i>	Sledilna napaka
<i>Consistency of performance</i>	Konsistentnost, uspešnost oziroma doslednost upravljanja
<i>Hypothetical portfolio</i>	Hipotetični portfelj oziroma premoženje
<i>Relative performance</i>	Relativna uspešnost poslovanja
<i>Mean average return</i>	Povprečna donosnost
<i>Underperformance</i>	Podcenjenost
<i>Outperformance</i>	Preccenjenost
<i>Fund's average relative performance</i>	Povprečna relativna uspešnost upravljanja vzajemnega sklada
<i>Corporate issues regarding the fund management group</i>	Poglavje o družbi za upravljanje
<i>Corporate status</i>	Splošno o družbi za upravljanje
<i>Investment culture</i>	Načini investiranja
<i>Investment discipline</i>	Investicijska disciplina
<i>Fund management team</i>	Poglavje o človeškem kapitalu
<i>Fund specifics</i>	Značilnosti vzajemnega sklada
<i>Under review</i>	V preverjanju ali pod drobnogledom
<i>Broad asset classes</i>	Široke skupine vzajemnih skladov
<i>Risk-adjusted measure</i>	Tveganju prilagojena donosnost

<i>Share classes</i>	Razredi delnic
<i>Fund's risk factor exposures</i>	Dejavniki izpostavljenosti tveganju vzajemnega sklada
<i>Value-growth orientation</i>	Temelji na spremeljivkama velikost - rast
<i>Expected utility theory</i>	Funkcija pričakovane koristi
<i>Utility function</i>	Uporaba funkcije pričakovane koristi
<i>Iso-elastic</i>	Izoelastičnost
<i>Risk penalty</i>	Posledice tveganja
<i>Coefficient of relative risk aversion</i>	Relativni koeficient nenaklonjenosti tveganju
<i>Front load</i>	Vstopna provizija
<i>Back load, redemption fee</i>	Izstopna provizija
<i>Fraction of a fund</i>	Del vzajemnega sklada
<i>Fractional funds</i>	Deljeni vzajemni sklad
<i>Fund's average degree of similarity</i>	Povprečna stopnja podobnosti vzajemnega sklada
<i>U.S. stock fund categories</i>	Kategorije ameriških delniških vzajemnih skladov
<i>Size</i>	Velikost podjetij
<i>Style</i>	Vrsta podjetij
<i>Security valuation</i>	Vrednost vrednostnega papirja
<i>Security growth</i>	Potencial za rast vrednostnega papirja
<i>Foward looking components</i>	Napovedani podatki
<i>Historical based components</i>	Zgodovinski podatki
<i>Emerging markets</i>	Hitro rastoči trgi