

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA
SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV**

Ljubljana, junij 2004

LUKA LESKOVŠEK

IZJAVA

Študent Luka Leskovšek izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 01.06.2004

Luka Leskovšek

KAZALO

1. UVOD.....	1
2. INVESTICIJSKI SKLADI.....	2
2.1 OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	2
2.2 VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	3
3. VZAJEMNI SKLADI.....	3
3.1 OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV.....	3
3.2 KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV.....	4
3.3 PREDNOSTI IN SLABOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE.....	5
4. UPRAVLJANE VZAJEMNIH SKLADOV.....	6
4.1 DOLOČITEV INVESTICIJSKE POLITIKE.....	7
4.2 ANALIZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV.....	8
4.3 OBLIKOVANJE PREMOŽENJA IZ RAZLIČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV.....	8
4.4 PREOBLIKOVANJE PREMOŽENJA.....	9
4.5 UGOTAVLJANJE USPEŠNOSTI.....	9
4.5.1 Merila uspešnosti upravljanja s premoženjem.....	10
4.5.1.1 Sharpovo merilo uspešnosti.....	10
4.5.1.2 Sharpov koeficient dodatne donosnosti.....	10
4.5.1.3 Treynorjevo merilo uspešnosti.....	11
4.5.1.4 Jensenovo merilo uspešnosti.....	11
4.5.1.5 Merilo uspešnosti M^2	12
4.5.2 Slabosti meril uspešnosti upravljanja s premoženjem.....	12
4.5.3 Elementi investicijske uspešnosti.....	13
5. SLOVENSKI VZAJEMNI SKLADI IN NJIHOVE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE..	13
5.1 NASTANEK IN RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV.....	14
5.2 DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE.....	14
5.3 ANALIZA SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV IN NJIHOVIH DRUŽB ZA UPRAVLJANJE.....	15
5.3.1 Obseg in dinamika rasti naložb v vzajemnih skladih.....	16
5.3.2 Tržni deleži vzajemnih skladov in družb za upravljanje.....	18
5.3.3 Struktura naložb vzajemnih skladov.....	20
5.3.4 Nominalna donosnost vzajemnih skladov.....	21
5.3.5 Provizije in stroški upravljanja vzajemnih skladov.....	23
6. USPEŠNOST UPRAVLJANJA SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV.....	24
6.1 PODATKI IN METODOLOGIJA.....	25
6.1.1 Oblikovanje primerjalnega indeksa.....	25
6.1.2 Netvegana donosnost.....	27
6.1.3 Izračun povprečne mesečne donosnosti.....	27
6.1.4 Merila tveganja vzajemnih skladov.....	28
6.2 STRUKTURA NALOŽB PROUČEVANIH VZAJEMNIH SKLADOV.....	29
6.2.1 Struktura naložb povprečnega vzajemnega sklada.....	30
6.2.2 Struktura naložb posameznih vzajemnih skladov.....	30

6.3 PRIMERJAVA GIBANJA INDEKSOV DONOSNOSTI SBI20, IPVS IN POVPREČJA PROUČEVANIH VZAJEMNIH SKLADOV TER POSAMEZNIH VZAJEMNIH SKLADOV.....	31
6.4 ANALIZA USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA VZAJEMNIH SKLADOV.....	33
6.4.1 Povprečna mesečna donosnost izbranih slovenskih vzajemnih skladov.....	34
6.4.2 Sharpovo merilo uspešnosti izbranih slovenskih vzajemnih skladov.....	35
6.4.3 Treynorjevo merilo uspešnosti izbranih slovenskih vzajemnih skladov.....	37
6.4.4 Sharpovi koeficienti dodatne donosnosti izbranih slovenskih vzajemnih skladov	38
6.4.5 Jensenovo merilo uspešnosti izbranih slovenskih vzajemnih skladov.....	39
6.4.6 Merilo uspešnosti M^2 izbranih slovenskih vzajemnih skladov.....	41
7. PRIHODNJE DONOSNOSTI IZBRANIH SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV	42
8. SKLEP.....	44
LITERATURA.....	46
VIRI.....	47
PRILOGE.....	I
Slovarček tujih izrazov.....	XI

»Pri tej priči mu vkleneta noge v železje in ga odvedeta k polku. Vadijo ga obračanja na desno, na levo, nabijati, meriti, streljati, delati nagli korak – in mu dajo trideset udarcev s palico; naslednji dan izvaja vaje malo manj slabo in dobi samo dvajset udarcev s palico; tretji dan pa mu jih naštejejo le deset, in njegovi tovariši ga gledajo kakor čudo božje.«

Francois-Marie Arouet Voltaire (Kandid ali optimizem)

1. UVOD

Varčevanje v vzajemnih skladih predstavlja dolgoročno naložbeno obliko, ki je primerna za vsakogar, ki je pripravljen sprejeti določeno mero tveganja in svoj denar oziroma prihranke zaupati v upravljanje strokovnjakom v družbah za upravljanje. Čeprav je pri nas pomen varčevanja v vzajemnih skladih glede na ostale oblike varčevanja (predvsem depozitno varčevanje v bankah) relativno majhen, pa je v zadnjih dveh letih videti drastično povečanje zbranih sredstev v vzajemnih skladih. Ob povečevanju pomena in števila vzajemnih skladov na slovenskem kapitalskem trgu se postavlja tudi vprašanje, kako uspešni so slovenski upravljalci pri upravljanju s portfelji vzajemnih skladov. Uspešnost upravljanja je pomembna tako za upravitelje, ki s tem dobijo pregled nad prednostmi in pomanjkljivostmi oblikovanega premoženja, kot tudi za investitorje, saj jim olajša odločitev o izbiri med posameznimi vzajemnimi skladi in med drugimi oblikami investiranja.

Namen pričujočega diplomskega dela je analizirati in predstaviti stanje trga vzajemnih skladov pri nas ter oceniti uspešnost upravljanja proučevanih slovenskih vzajemnih skladov v obdobju od začetka leta 2000 do konca leta 2003 skozi prizmo različnih kazalcev oziroma meril uspešnosti. Investitorji, ki plačujejo upravljavce vzajemnih skladov, morajo vedeti, kakšna je uspešnost investicijskega poslovanja sklada, v katerega vlagajo svoje prihranke. Čeprav ocenjevanje uspešnosti poslovanja oziroma upravljanja ponavadi predstavlja zadnjo stopnjo investicijskega procesa, pa lahko poteka stalno.

Diplomsko delo smo razdelili na osem vsebinskih poglavij. Uvodu sledi kratko poglavje, ki obravnava investicijske sklade na splošno, le-temu pa poglavje o vzajemnih skladih. V slednjem smo predstavili glavne značilnosti, vrste ter prednosti in slabosti vzajemnih skladov. V četrtem poglavju smo se dotaknili upravljanja vzajemnih skladov oziroma posameznih faz v procesu investiranja in predstavili merila uspešnosti upravljanja premoženja vzajemnih skladov. Peto poglavje vsebuje analizo stanja in dinamike slovenskega trga vzajemnih skladov in njihovih družb za upravljanje, v katerem je podrobno prikazana dinamika obsega sredstev v skladih po posameznih letih, tržni deleži skladov ter družb za upravljanje, struktura naložb skladov, nominalna donosnost ter provizije in stroški vzajemnih skladov.

Posebno pozornost gre nameniti šestemu, najobsežnejšemu poglavju diplomskega dela, kjer smo analizirali uspešnost dvanajstih slovenskih »posebnih«¹ vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003. Uspešnost upravljanja skladov smo ugotavljali tako, da smo primerjali povprečne mesečne donosnosti in različne kazalce, ki merijo t. i. donosnost, prilagojeno za tveganje, s primerjalnim portfeljem oziroma indeksom (»benchmark«). Analiza uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov je potekala v treh sklopih. V prvem sklopu smo primerjali uspešnost upravljanja vzajemnih skladov glede na primerjalni indeks slovenskega trga delnic SBI20, v drugem glede na primerjalni indeks povprečnega vzajemnega sklada, tretji sklop pa obsega primerjavo uspešnosti upravljanja skladov s primerjalnimi indeksi vsakega posameznega vzajemnega sklada.

¹ Novi zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je začel veljati 2. januarja 2003, od družb za upravljanje zahteva, da morajo obstoječi vzajemni skladi nositi oznako posebni. 235. člen novega zakona namreč predpisuje to oznako za vzajemne sklade, ki se še niso uskladili z določbami novega zakona, ampak so še vedno usklajeni s starim zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je bil sprejet leta 1994. Rok, v katerem morajo biti vzajemni skladi usklajeni z novim zakonom, je dve leti od uveljavitve novega zakona, torej do 2. januarja 2005.

V sedmem poglavju smo ugotavljali, ali so bili vzajemni skladi, ki so v enem od proučevanih let dosegli nadpovprečno donosnost (povprečna presežna mesečna donosnost) in donosnost, prilagojeno za tveganje, nadpovprečno uspešni tudi v naslednjem letu. S pomočjo determinacijskih koeficientov smo skušali tudi ugotoviti, ali obstaja odvisnost med preteklimi in prihodnjimi donosnostmi vzajemnih skladov. V zadnjem, osmem poglavju diplomskega dela, je podan sklep, kateremu sledi še pregled literature in virov.

2. INVESTICIJSKI SKLADI

2.1 OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo denarna sredstva z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev (v nadaljevanju VP), to je delnic investicijske družbe, oziroma investicijskih kuponov vzajemnega sklada, ter zbrana sredstva investirajo v različne vrste naložb, ki tvorijo premoženje investicijskega sklada. Namenjeni so predvsem malim investitorjem, ki zaradi pomanjkanja časa, informacij, denarja ali znanja ne želijo sami investirati v VP, ampak to prepuščajo strokovnjakom (Prohaska, 1999, str. 7). Z zbranimi sredstvi investicijskega sklada upravljajo strokovnjaki z namenom, da bi dosegli čim višjo donosnost ob danem tveganju. V skladih so oblikovani analitski oddelki, ki spremljajo razvoj gospodarstev, panog in podjetij po svetu ter pripravljajo informacijsko podlago za odločanje o trgovanju z VP. Varnost premoženja pa zagotavljajo z razpršitvijo zbranih sredstev v finančne instrumente številnih neodvisnih izdajateljev.

Investicijski skladi se, podobno kot ostali finančni posredniki, vrivajo med organizacije, ki izdajajo posamezne vrednostne papirje, in posameznike, ki investirajo svoje prihranke v VP. Tako posamezniku dajejo možnost, da posredno postane solastnik večjega števila določenih podjetij, vendar pa nima nikakršne pravice upravljanja s podjetji, v katere so bili dejansko naloženi njegovi prihranki. Prav tako pa tudi investicijski sklad navadno nima pravice upravljati podjetij, katerih delničar je.

Investicijski skladi omogočajo vlagateljem združitve svojih prihrankov z namenom, da s skupnim investiranjem izkoristijo prednosti ekonomije obsega. Tako investicijski skladi za njihove vlagatelje opravljajo vrsto pomembnih funkcij, kot so (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 102):

- **vodenje evidenc in administrativnih postopkov** – investicijske družbe redno poročajo o vrednosti in vrsti premoženja, vodijo evidenco kapitalskih dobičkov, dividend, nakupov in prodaj delnic (točk) investicijske družbe;
- **razpršitev in deljivost naložb** – z zbiranjem sredstev omogočajo vlagateljem, da lahko posedujejo določen delež cele palete različnih vrednostnih papirjev;
- **profesionalno upravljanje s portfeljem** – večina investicijskih družb ima zaposlene analitike VP in upravljavce portfeljev, ki skušajo doseči nadpovprečne donosnosti vlagateljem;
- **zniževanje transakcijskih stroškov** – ker investicijske družbe pogosto trgujejo v svežnjih, lahko dosežejo precejšnje prihranke pri borznoposredniških provizijah.

Investicijski skladi omogočajo zadovoljevanje različnih investicijskih potreb posameznikov preko številnih oblik skladov, tako z vidika ciljev, ki jih zasledujejo, kot glede načina unovčitve naložb.

2.2 VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV

V Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU-1), ki je stopil v veljavo dne 02.01.2003, so opredeljene tri vrste investicijskih skladov:

- **zaprt investicijski sklad ali investicijska družba** – ima ob ustanovitvi določeno in fiksno število delnic, s katerimi se nato trguje na sekundarnem trgu kapitala. Delnice imajo torej ceno, ki se oblikuje na podlagi tržne ponudbe in povpraševanja, zato je ta oblika naložbe bolj tvegana od naložbe v odprt investicijski sklad. Tečaji delnic investicijske družbe se namreč lahko gibljejo pod neto vrednostjo aktive oziroma se kupujejo in prodajajo z diskontom. Kljub temu pa ima ta oblika naložbe tudi prednosti, saj upravitelji sklada lahko bolj dosledno izvajajo investicijsko politiko. To pa zaradi tega, ker upravljavcem ni treba skrbeti zaradi nenehnega kupovanja in prodajanja delnic oziroma točk sklada ter lahko s tem dajo prednost dolgoročni uspešnosti. Investicijska družba je sicer pravna oseba, vendar mora po zakonu za posle upravljanja finančnega premoženja s pogodbo o upravljanju pooblastiti družbo za upravljanje (v nadaljevanju DZU);
- **odprt investicijski sklad ali vzajemni sklad ali sklad s spremenljivim donosom** – ob ustanovitvi nima vnaprej določenega števila delnic oziroma velikosti kapitala. Vzajemni sklad ponuja nenehno prodajo in nakup točk sklada po neto vrednosti aktive oziroma vrednosti enote premoženja (VEP). Vlagatelji dnevno vstopajo in izstopajo iz sklada in povzročajo presežek ali primanjkljaj sredstev, ki ga je treba ali investirati ali pokriti s prodajo dela vrednostnih papirjev;
- **pooblaščen investicijska družba (PID)** – je posebna oblika investicijske družbe, ustanovljene z namenom zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, izdanih v skladu s predpisi o lastninskem preoblikovanju podjetij. PID-i so le prehodna oblika, saj se bodo morali zaradi sistemskih neustreznosti uskladiti s pravimi investicijskimi skladi ali pa se preoblikovati v delniško družbo.

3. VZAJEMNI SKLADI

3.1 OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV

Vzajemni sklad ni niti pravna niti fizična oseba, je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb ter je v lasti le-teh oseb (ZISDU-1, 2002). Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote, ki jih imenujemo tudi točke vzajemnega sklada oziroma investicijski kuponi. Investicijski kuponi se glasijo na določeno število točk (enot premoženja) vzajemnega sklada, točka pa »vsebuje« sorazmerne deleže naložb, ki sestavljajo premoženje vzajemnega sklada. Tako je denar vlagatelja v enakih deležih razpršen v vrednostne papirje kot celotna naložbena struktura vzajemnega sklada. Vrednost enote premoženja (v nadaljevanju tudi VEP) se izračunava vsakodnevno in se določa tako, da se skupna čista vrednost sredstev vzajemnega sklada deli s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku (Mramor, 2000, str.100). Čista tržna vrednost vzajemnega sklada je razlika med tržno vrednostjo sredstev in obveznostmi sklada. Sredstva vzajemnega sklada predstavljajo naložbe, ki se nahajajo v premoženju sklada (gotovina, kratkoročni VP, dolgoročni VP, posojila, depoziti in terjatve), medtem ko se med obveznosti štejejo obveznosti od nakupa investicijskih kuponov in vrednostnih papirjev, obveznosti do DZU, obveznosti za plačilo davkov in druge (Dimovski, 2000, str. 175–176).

Vzajemni sklad je t. i. odprti sklad, v katerem je združeno premoženje večjega števila lastnikov – vlagateljev. Imenujemo ga odprti investicijski sklad, ker vanj lahko kadarkoli vplačujemo in iz njega izplačujemo, kar pomeni, da velikost vzajemnega sklada ni določena ob ustanovitvi. Velikost premoženja vzajemnega sklada se torej spreminja dnevno preko nakupov in prodaj točk sklada investitorjev. Investicijske kupone lahko kadarkoli prodamo vzajemnemu skladu nazaj in tako dvignemo svoje prihranke. Z dnem izplačila vrednosti investicijskega kupona prenehajo pravice imetnika kupona, ki iz kupona izvirajo. Investicijski kuponi so po novem zakonu ZISDU-1 prenosljivi in lahko kotirajo na borzi, vplačati pa jih je možno samo v denarju. DZU se zaveže, da bo imetniku tega kupona v skladu s pravili upravljanja vzajemnega sklada izplačala:

- sorazmerni del čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada,
- sorazmerni del vrednosti sredstev ob likvidaciji vzajemnega sklada,
- vrednost predloženega investicijskega kupona.

Vzajemni sklad lahko oblikuje samo DZU, ki mora pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP). Oblikovanje sklada poteka po naslednjih fazah: sprejem pravil upravljanja vzajemnega sklada, sklenitev pogodbe s skrbnikom za opravljanje skrbniških storitev, pridobitev dovoljenja ATVP za upravljanje skladov, vpisovanje in vplačilo ter izdaja investicijskih kuponov, investiranje denarnih sredstev, pridobljenih z vplačili investicijskih kuponov, v vrednostne papirje in izplačila za odkupljene investicijske kupone (ZISDU-1, 2002).

3.2 KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV

Vsak vzajemni sklad vodi svojo naložbeno politiko, s katero se skuša približati določenemu segmentu potencialnih investitorjev. Zaradi prilagajanja potrebam in željam investitorjev se je razvila vrsta vzajemnih skladov, ki omogočajo zadovoljitev najrazličnejših potreb investitorjev. Medtem ko nekateri posamezniki dajejo večji pomen donosu in s tem višjemu tveganju, pa drugi bolj konzervativni vlagatelji zahtevajo zmeren in konstanten donos ob nizki stopnji tveganja. Na osnovi donosa in tveganja lahko vzajemne sklade razdelimo v tri skupine (Rugg, 1986, str. 56):

- **skladi agresivne rasti** (angl. aggressive growth funds) – sredstva nalagajo predvsem v visoko tvegane vrednostne papirje, kar jim omogoča doseganje visokih donosnosti;
- **skladi zmerne rasti** (angl. moderate growth funds) – sredstva nalagajo v kombinacijo visoko donosnih in bolj tveganih ter nižje donosnih in manj tveganih vrednostnih papirjev, kjer se dosega zadovoljiva stopnja donosa ob sprejemljivi stopnji tveganja;
- **skladi zadržane rasti** (angl. conservative growth funds) – sredstva nalagajo predvsem v nizko donosne in manj tvegane vrednostne papirje, ker je težnja investitorjev predvsem k izničevanju tveganja oziroma minimizacijo le-tega.

Prav tako lahko vzajemne sklade ločimo tudi po tem, kako financirajo upravljanje premoženja. V skladu s tem kriterijem poznamo (Mramor, 2000, str. 89–93):

- **sklade s provizijo** (angl. load funds) – investitor plača provizijo ob vstopu in/ali izstopu,
- **sklade brez provizije** (angl. no-load funds) – prodaja poteka neposredno in ni nikakršne provizije.

Najbolj razširjena klasifikacija vzajemnih skladov pa je klasifikacija glede na naložbeno politiko vzajemnih skladov oziroma glede na prevladujočo vrsto finančnih naložb, ki jih imajo v svojem premoženju. Tako ločimo (Fredman, 1993, str. 23–54) naslednje vrste vzajemnih skladov, ki jih podrobneje predstavljamo v prilogi 1 (str. I–III):

- lastniške ali delniške vzajemne sklade (angl. equity mutual funds),
- dolžniške ali obvezniške vzajemne sklade (angl. bond mutual funds),
- mešane vzajemne sklade (angl. hybrid mutual funds),
- vzajemne sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev ali sklade denarnega trga (angl. money market mutual funds).

3.3 PREDNOSTI IN SLABOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE

Vzajemni skladi nudijo svojim investitorjem vrsto ugodnosti na eni strani, po drugi strani pa imajo v primerjavi z drugimi oblikami varčevanja, predvsem neposrednim nalaganjem prihrankov v VP, tudi svoje slabosti. Bogle (1994, str. 53–55) poudarja predvsem štiri temeljne prednosti vlaganja v vzajemne sklade pred ostalimi oblikami investiranja. Poleg teh omenimo še nekatere druge:

- **široka diverzifikacija premoženja** – z diverzifikacijo naložb je možno odpraviti nesistematično tveganje, naložbe pa ostanejo podvržene nekemu povprečnemu sistematičnemu tveganju, ki je odvisno od splošnih gibanj v gospodarstvu (Mramor, 1997, str. 14). Z razpršitvijo premoženja tako vzajemni skladi omogočijo investitorju tudi enakopravno udeležbo na finančnem trgu, kljub relativno majhnemu vložku kapitala;
- **profesionalno in strokovno upravljanje** – premoženje vzajemnega sklada upravlja DZU, ki ima oblikovan analitski oddelek, ki spremlja dogajanje na trgu VP in pripravlja informacijsko podlago profesionalnim in usposobljenim upravljavcem vzajemnega sklada. Ti upravljavci nato poskušajo s skrbnim izbiranjem naložb v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko ustvariti nadpovprečne donose;
- **visoka likvidnost** – vlagatelji lahko točke vzajemnega sklada ob nepredvidenih potrebah prodajo kadarkoli po dnevni tržni vrednosti (VEP), ne da bi bili prisiljeni prodajati z diskontom. Plačati pa morajo izstopno provizijo, če so seveda vložili sredstva v sklad, ki takšno provizijo zaračunava;
- **enostavnost in udobnost** – investitor lahko kupi točke vzajemnega sklada neposredno od sklada ali posredno prek pooblaščenega borzne hiše. Vlagatelj nakaže denar na račun sklada, ki mu nato pošlje potrdilo o znesku investicije in številu kupljenih točk vzajemnega sklada;
- **nižji transakcijski stroški** – zaradi nakupov ali prodaj večjih količin VP prejmejo vzajemni skladi ob trgovanju količinske popuste. Nižji transakcijski stroški lahko zato pomembno vplivajo na uspešnost skladov;
- **široka paleta storitev vlagateljem** – vzajemni skladi nudijo investitorjem poleg osnovne funkcije še veliko dodatnih storitev, ki zadovoljijo različne potrebe in želje investitorjev;
- **prihranek časa** – z naložbo prihrankov v vzajemnih skladih investitorji prihranijo del časa, ki bi ga sicer porabili pri neposrednem investiranju v VP. Izbiro VP in vse druge dejavnosti v zvezi z investiranjem vlagatelj prepusti DZU in zato plačuje provizijo;

- **nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov** – nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov vršijo državne institucije (predvsem ATVP), s čimer je zagotovljena večja varnost vlagateljev;
- **varnost pred izgubo zaradi neetične prakse** – verjetnost izgube vloženih sredstev v skladih zaradi prevar in stečajev je majhna, kajti pravna regulativa in ločenost vloženih sredstev od upravljavcev skladov zagotavljajo dokaj visoko stopnjo varnosti;
- **zasebnost podatkov o lastništvu investicijskih kuponov** – investicijski kuponi za razliko od delnic niso vodeni pri Klirinško depotni družbi (KDD) in seznam imetnikov kuponov torej ni na vpogled.

Seveda pa ima vlaganje v vzajemne sklade poleg svojih prednosti tudi nekaj pomanjkljivosti. Najpomembnejše med njimi so:

- **stroški** – vzajemni skladi za svoje storitve zaračunavajo provizije (provizije pri nakupu in prodaji točk vzajemnega sklada, upravljavske provizije) ter stroške transakcij finančnega premoženja. Tako investitorji z vstopnimi, izstopnimi in upravljivskimi provizijami ter ostalimi stroški, katere plačujejo, krijejo celotno delovanje sklada. Brez nadzora vlagateljev nad upravljavci vzajemnih skladov oziroma s pristankom na povečanje provizij zaradi različnih razlogov lahko ti stroški popolnoma izničijo prej navedene prednosti v primerjavi z neposrednim investiranjem na trgu VP;
- **nesodelovanje pri upravljanju skladov** – ko investitor kupi točke vzajemnega sklada, ne more vplivati na trgovanje sklada in s tem na sestavo premoženja, saj sklad le sledi vnaprej postavljenim ciljem svoje naložbene politike. Pravzaprav gre za pomanjkanje osebnega stika med vlagatelji in upravljavci, saj se le-ti med seboj nikoli ne vidijo, kaj šele, da bi razpravljali o investicijski politiki (Bogle, 1994, str. 55);
- **veliko število vzajemnih skladov** – zaradi velikega števila vzajemnih skladov je postala izbira ustreznega sklada izredno težka, še posebno v tujini. Za investitorja to pomeni povečanje porabe časa pri izbiri sklada, ki najbolj ustreza njegovim potrebam in željam;
- **pomanjkanje nadzora nad kapitalskimi dobički** – pri naložbi v vzajemne sklade investitor izgubi nadzor nad dosego kapitalskih dobičkov, s tem pa vpliv individualnega investitorja na odločitve, kdaj bo in kdaj ne bo dosegal kapitalskega dobička oziroma izgube, upoštevajoč davčni vidik oziroma učinek.

4. UPRAVLJANJE VZAJEMNIH SKLADOV

Pri upravljanju finančnega premoženja vzajemnih skladov gre za odločitve o sestavi tega premoženja oziroma o procesu investiranja. Z njim opisujemo aktivnosti, ki jih izvajajo upravljavci vzajemnih skladov pri sprejemanju odločitev o izbiri posameznih naložb, njihovem obsegu in časovnem obdobju izvedbe investicije. Proces investiranja se izvaja v naslednjih petih korakih (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 11–14):

1. določitev investicijske politike,
2. analiziranje vrednostnih papirjev,
3. oblikovanje premoženja iz različnih vrednostnih papirjev,
4. preoblikovanje premoženja,
5. ugotavljanje uspešnosti upravljanja s premoženjem.

4.1 DOLOČITEV INVESTICIJSKE POLITIKE

Določitev investicijske politike pomeni določitev investicijskih ciljev vzajemnih skladov in obsega sredstev, ki jih imajo na voljo za investiranje. Upravljavci morajo pri oblikovanju in navajanju investicijskih ciljev poleg pričakovane donosnosti upoštevati tudi tveganje, saj vlada med njima pozitivna odvisnost. Tako je investitor pripravljen nositi višjo raven tveganja samo v primeru višje pričakovane donosnosti.

Investicijsko politiko vzajemnih skladov določijo DZU samostojno. Upravitelji si prizadevajo oblikovati tako investicijsko politiko, ki bo zajela kar največ investicijskih ciljev investitorjev, hkrati pa morajo biti pozorni na to, da teh ciljev ne zadovoljujejo popolnoma že drugi skladi. DZU, ki upravljajo več vzajemnih skladov, se večinoma opredelijo za različne naložbene politike posameznega sklada in s tem privabijo čim več različnih investitorjev.

Investicijska politika predstavlja osnovo v procesu investiranja, ki se v končni fazi odrazi v določitvi temeljnih vrst finančnih naložb, ki so primerne za posamezni vzajemni sklad. Je kombinacija investicijske filozofije upravljavca in dolgoročnega strateškega planiranja, saj opredeljuje specifične cilje upravljavcev in način njihove realizacije. Tako so del investicijske politike tudi smernice in postopki, ki usmerjajo upravljanje premoženja vzajemnega sklada na dolgi rok.

Celovita investicijska politika nekega sklada mora obravnavati vrsto vprašanj oziroma elementov, ki vplivajo na njegove investicijske odločitve. Med temi morajo biti vsaj naslednji (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999, str. 13):

- **poslanstvo** – izraža temeljne cilje sklada. Na splošno bi lahko dejali, da je primarni cilj vsakega vzajemnega sklada zagotavljati primeren donos na vložena sredstva ob opredeljenem tveganju;
- **odnos do tveganja** – tveganje je z vidika oblikovanja investicijske politike opredeljeno kot verjetnost, da poslanstvo ne bo izpolnjeno. Odnos do tveganja odraža pripravljenost nositi negativne posledice, če poslanstvo ne bo izpolnjeno. Za vsako sestavo naložb vzajemnega sklada bo upravljavec, ki ni naklonjen tveganju, zahteval višjo pričakovano donosnost kot upravljavec, ki je tveganju bolj naklonjen;
- **investicijski cilji** – cilji investicijske politike so kvantitativno določeni rezultati, za katere investitorji verjamejo, da kažejo uspešno upravljanje s portfeljem v postavljenih časovnih intervalih. Investicijski cilji morajo izražati upravljavčev odnos do tveganja ter biti nedvoumni, merljivi in v skladu s poslanstvom sklada (Fabozzi, 1997, str. 21–22);
- **politika oblikovanja sklada** – je najpomembnejši faktor uspešnosti upravljanja sklada. Učinkovitost upravljanja sklada je torej odvisna od izbire primerne sestave temeljnih vrst finančnih naložb, ki bo omogočila doseganje predhodno zastavljenih investicijskih ciljev ter bo v skladu z upravljavčevim odnosom do tveganja;
- **aktivno upravljanje** – upravljavec najprej razdeli sredstva sklada, ki jih namerava investirati v posamezne razrede naložb, na aktivno in pasivno upravljanje del. Nato pa se odloča še o razporeditvi aktivno upravljanih sredstev med različnimi upravljavci.

Dosledno in razumno izvajana investicijska politika vodi k uspehom, vendar ne zaradi posebnih investicijskih sposobnosti vzajemnih skladov, ampak predvsem zaradi usmeritve letih na njihove primarne cilje in kontinuitete njihovih investicijskih strategij (Fabozzi, 1997, str. 19).

4.2 ANALIZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Analiziranje vrednostnih papirjev pomeni analizo večjega števila posameznih oziroma določenih skupin vrednostnih papirjev znotraj kategorij finančnih naložb, ki so bile določene z investicijsko politiko. Osnovni obliki te analize sta temeljna in tehnična analiza.

Temeljna analiza je grajena na predpostavki, da ima vsaka delnica svojo notranjo vrednost, ki jo lahko določijo glede na finančno moč podjetja, podatke o preteklem izplačilu dividend, stopnji rasti celotnega prihodka podjetja v preteklosti, tržne možnosti v prihodnosti, značilnosti panoge podjetja, značilnosti njegove konkurence, splošno ekonomsko in politično stanje v državi in svetu in nekatere druge informacije (Mramor, 1993, str. 140). Temeljna analiza poskuša določiti pravo vrednost VP, ki je enaka sedanji vrednosti vseh denarnih tokov, ki jih lastniki določenega VP lahko pričakujejo v prihodnosti.

K vrednotenju delnice se običajno pristopa »od zgoraj navzdol« oziroma od analize celotnega gospodarstva preko analize panoge do izbranega podjetja. Cilj temeljne analize je oceniti poslovanje podjetja v prihodnje in ugotoviti, ali tečaj določene delnice (tržna cena) v določenem trenutku odgovarja njeni stvarni, notranji vrednosti oziroma ali od nje odstopa. Tako lahko pridemo do zaključka, ali je delnica podcenjena ali precenjena.

Notranja vrednost delnice je torej določena na osnovi notranjih in zunanjih podatkov podjetja. Pri tem se predpostavlja, da racionalno ravnanje tržnih udeležencev in prizadevanje za doseganje dobička (tečajni donos in dividenda) odločata o nakupu oziroma prodaji delnice. Moč doseganja dobička tako postaja osrednji kriterij temeljne analize, kar pomeni, da je delnica precenjena, če njen tečaj preseže moč donosa notranje vrednosti. Temeljna analiza predpostavlja, da se bo tržna cena tendenčno približevala notranji vrednosti delnice, zato naj bi notranja vrednost predstavljala prihodnjo napoved cene delnice.

Predpostavke, na katerih temelji **tehnična analiza**, izhajajo iz teorije psihologije množic in s tem povezane t. i. kolektivne psihe. Reakcije ljudi, ki sodelujejo v takšni množici, so na spremembe bolj ali manj nespremenjene in so v podobnih okoliščinah podobne. Na ljudi, ki sodelujejo na borznem trgu ali so z njim povezani, delujejo dražljaji v obliki dobrega ali slabega letnega poročila ter politični ali gospodarski faktorji, ki v končni fazi vplivajo na gibanje tečajev. S študijami, pri katerih se obravnava vzorce obnašanja trgov (npr. tržni vrh in dno), je mogoče priti do sklepov, ki nam v prihodnosti pomagajo določiti začetek ali konec kakšnega trenda (Ladava, 1999, str. 45). Najprej analitiki poskušajo iz zgodovinskih tečajev VP izluščiti trend, nato pa analizirajo še cene na trgu v bližnji preteklosti in sedanjosti, da bi poiskali trend, ki bi bil enak preteklemu.

Tehnična analiza torej poskuša na podlagi preteklih sprememb v gibanju cene VP predvideti obrate trenda in posledično prihodnje gibanje cene VP. Pojavljanje določenih karakteristik in vedenjskih vzorcev, po katerih se obnaša trg, zadostuje tehničnim analitikom, da poiščejo stične točke, na podlagi katerih sklepajo o prihodnjem trendu oziroma cenovni ravni določenega VP.

4.3 OBLIKOVANJE PREMOŽENJA IZ RAZLIČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Proces oblikovanja premoženja navadno poteka v dveh korakih. V prvem upravljavec vzajemnega sklada najprej odloča o izbiri vrednostnih papirjev znotraj posameznih temeljnih

naložb, v drugem koraku pa o alokaciji naložb oziroma o deležih temeljnih vrst naložb v premoženju. Nekateri upravljavci premoženja med oba koraka vključijo še dodaten korak, ki se nanaša na izbiro sektorja, kjer upravljavec določi ustrezno kombinacijo sektorjev znotraj posamezne temeljne skupine naložb.

Pri oblikovanju premoženja igrajo pomembno vlogo:

- **selektivnost** – pomeni analizo posameznih VP z namenov napovedovanja gibanja njihovih cen;
- **tržno predvidevanje** – je predvidevanje splošnega gibanja cen delnic in obveznic glede na gibanje cen netveganih naložb;
- **razpršitev premoženja** – z dobro razpršitvijo naložb želijo upravljavci zmanjšati nesistematično (netržno) tveganje.

Upravljavci se lahko v katerem koli koraku procesa oblikovanja premoženja odločijo za aktivno ali pasivno upravljanje premoženja. Na eni strani lahko aktivno pristopijo k izbiri posameznih VP, na drugi strani pa sredstva razporedijo med temeljne razrede naložb na podlagi dolgoročnih predvidevanj o pričakovanih donosnostih teh razredov. Odločijo se lahko tudi za pasivno oblikovanje premoženja, sestavljenega iz posameznih VP, medtem ko sredstva med osnovnimi razredi naložb razporejajo aktivno, glede na predvidevanja o njihovi donosnosti v prihodnje.

4.4 PREOBLIKOVANJE PREMOŽENJA

Preoblikovanje premoženja pomeni občasno ponovitev prejšnjih treh korakov, običajno zaradi spremembe investicijskih ciljev ali spremembe cen vrednostnih papirjev v določenem obdobju. Preoblikovanje premoženja torej temelji na spoznanju, da sedanja struktura portfelja ni več optimalna oziroma bi bila sprememba strukture za investitorja ugodnejša. Pri odločitvi o preoblikovanju strukture premoženja moramo upoštevati tako določene transakcijske stroške kot velikost učinka, ki bi ga sprememba sestave premoženja imela na izboljšanje učinkovitosti vzajemnega sklada.

Ob dilemi, ali spremeniti premoženje vzajemnega sklada, mora upravitelj izvesti analizo koristi in stroškov, ki jih prinaša sprememba. Koristi se lahko kažejo v povečanju pričakovane donosnosti ali v zmanjšanju tveganja premoženja oziroma v obojem hkrati. Cilj upravljavca je določitev takih sprememb, ki bodo po poravnavi transakcijskih stroškov izboljšale donosnost, prilagojeno za tveganje obstoječega premoženja.

4.5 UGOTAVLJANJE USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA S PREMOŽENJEM

Vrednotenje učinkovitosti upravljanja pomeni periodično ugotavljanje rezultatov premoženja vzajemnega sklada, tako z vidika realizirane donosnosti kot tudi z vidika tveganja, ki ga je moral nositi investitor v vzajemnem skladu. Pri tem morajo uporabiti tako ustrezna merila uspešnosti in tveganja, kot tudi izvajati primerjave z različnimi tržnimi indeksi in/ali premoženjem drugih vzajemnih skladov. Pri vrednotenju preteklosti učinkovitosti je še posebej pomembno, da se upravitelji zavedajo, na kakšen način so prišli do dobljenih rezultatov, saj bodo le tako lahko v prihodnje ukrepali v smislu izboljšave investicijskega upravljanja.

Merila uspešnosti, ki jih bomo v nadaljevanju podrobneje opisali, upoštevajo tako donosnost kot tveganje premoženja ter merijo t. i. tveganju prilagojeno donosnost vzajemnih skladov, ki jo nato primerjamo z donosnostjo primerljivega premoženja (»benchmark«). V naslednjem poglavju bomo predstavili Sharpovo, Treynorjevo in Jensenovo merilo uspešnosti upravljanja s premoženjem, Sharpov koeficient dodatne donosnosti ter merilo uspešnosti M^2 .

4.5.1 Merila uspešnosti upravljanja s premoženjem

4.5.1.1 Sharpovo merilo uspešnosti (SHP)

Nobelov nagrajenec William F. Sharpe je razvil merilo uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov, t. i. Sharpov koeficient, ki primerja presežno donosnost premoženja z variabilnostjo njegove donosnosti v proučevanem obdobju. Presežno donosnost ali premijo za tveganje definiramo kot donosnost, ki presega donosnost netvegane naložbe. Sharpov koeficient kaže realizirano presežno donosnost na enoto celotnega tveganja, kjer je celotno tveganje merjeno s standardnim odklonom donosnosti premoženja. Tako Sharpov koeficient meri nagrado za prevzeto enoto tveganja, izračunamo pa ga po naslednji formuli (Strong, 2003, str. 474):

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

kjer sta ar_p in ar_f aritmetični sredini donosnosti premoženja in netvegane donosnosti v proučevanem obdobju, σ_p pa standardni odklon donosnosti premoženja v istem časovnem obdobju.

Absolutna številka Sharpovega koeficienta nam ne pove kaj dosti, čeprav negativen predznak kaže na slabo, pozitiven pa na dobro učinkovitost poslovanja vzajemnega sklada. Večjo informacijsko vrednost dobimo, če primerjamo Sharpove koeficiente primerljivih vzajemnih skladov ali premoženj med seboj. Tako je med skladi s podobno opredeljeno investicijsko politiko uspešnejši sklad z višjim Sharpovim koeficientom. Sharpov koeficient je primeren tudi za primerjavo vzajemnih skladov z različnimi investicijskimi politikami, pri katerih ugotavljamo, katera investicijska politika je omogočila doseganje višje presežne donosnosti na enoto tveganja.

4.5.1.2 Sharpov koeficient dodatne donosnosti (SHP*)

Nadgradnja Sharpovega koeficienta je Sharpov koeficient dodatne donosnosti (SHP*), ki namesto netvegane donosnosti v izračun vključuje donosnost primerljivega premoženja, ki jo je mogoče doseči s pasivnim upravljanjem. Pozitiven rezultat koeficienta kaže na to, da je bil z aktivnim upravljanjem premoženja dosežen boljši rezultat, kot bi ga lahko dosegli samo s pasivnim upravljanjem. Sharpov koeficient dodatne donosnosti torej omogoča oceniti prispevek aktivnega upravljanja vzajemnega sklada v primerjavi s primerljivim pasivno upravljanim premoženjem, izračunamo pa ga po naslednji formuli:

$$SHP_p^* = \frac{(ar_p - ar_b)}{\sigma_p} \quad (2)$$

kjer sta ar_p in ar_b aritmetični sredini donosnosti premoženja in donosnosti primerljivega premoženja v proučevanem obdobju, σ_p pa standardni odklon donosnosti premoženja v istem časovnem obdobju.

Oba Sharpova kazalnika uspešnosti upravljanja sta dobra pokazatelja presežne donosnosti celotnega premoženja vzajemnega sklada glede na enoto prevzetega tveganja, ne pa tudi primerna pokazatelja uspešnosti posameznih delov premoženja.

4.5.1.3 Treynorjevo merilo uspešnosti (TRN)

Posamezne dele premoženja vzajemnega sklada lahko upravlja več upravljavcev z različnimi investicijskimi strategijami. Učinkovitost upravljavcev je zato potrebno presojati samo na podlagi sistematičnega tveganja, kajti le tako se lahko izognemo kaznovanju upravljavcev za prevzemanje nesistematičnega tveganja, ki ga prevzemajo po želji skrbnika vzajemnega sklada oziroma DZU. Sistematično oziroma tržno tveganje je tveganje, ki ga z razpršitvijo naložb ne moremo odpraviti. Jack Treynor je leta 1965 ugotovil, da se poslovanje vzajemnih skladov medsebojno lahko primerja kljub nihanju cen vrednostnih papirjev, različni tveganosti in investicijski politiki vzajemnih skladov (Zobavnik, 1995, str. 82–99). Merilo uspešnosti, ki donosnost prilagodi samo za sistematični del celotnega tveganja, imenujemo Treynorjev koeficient. Upoštevanje le sistematičnega tveganja temelji na predpostavki, da vzajemni skladi z razpršitvijo učinkovito izničijo nesistematičen del tveganja.

Tako Sharpov kot Treynorjev koeficient lahko razlagamo kot razmerje med presežno donosnostjo in tveganjem, vendar s to razliko, da Sharpov koeficient za mero tveganja upošteva celotno tveganje premoženja, medtem ko Treynorjev koeficient upošteva samo sistematično tveganje premoženja. Treynorjev koeficient lahko izračunamo po naslednji formuli (Strong, 2003, str. 474):

$$TRN_p = \frac{(ar_p - ar_f)}{\beta_p} \quad (3)$$

kjer sta ar_p in ar_f aritmetični sredini donosnosti premoženja in netvegane donosnosti v proučevanem obdobju, β_p pa koeficient beta premoženja za isto obdobje.

Treynorjev koeficient daje poudarek dodatnemu sistematičnemu tveganju, ki ga upravljavec prispeva k tveganju celotnega premoženja, zato tudi ne kaznuje upravljavca, ki naložbe svojega delnega premoženja usmerja le v ozek, dokaj netvegan segment (npr. delnice velikih, dobrostoječih podjetij). Uspešnost upravljavca dela premoženja lahko določimo le na podlagi primerjave dosežkov z drugimi upravljavci ali pa primerljivega premoženja oziroma indeksa. Če je vrednost Treynorjevega koeficienta določenega upravljavca višja kot vrednost koeficientov ostalih upravljavcev, to pomeni, da je upravljavec ustvaril nadpovprečno donosnost. Ne moremo pa vedeti, ali je nadpovprečna donosnost posledica dobrega upravljanja ali zgolj sreče.

4.5.1.4 Jensenovo merilo uspešnosti (ALFA)

Jensen je namesto relativnega kazalca za tveganju prilagojeno merilo uspešnosti izdelal absolutno merilo. Jensenovo merilo uspešnosti upravljanja vzajemnega sklada tako kot

Treynorjev koeficient upošteva, da posamezni del premoženja ne more biti tako razpršen kot celotno premoženje in se zato nanaša na odnos med sistematičnim (tržnim) tveganjem in donosnostjo. Jensenov koeficient ali Jensenovo alfo opredelimo kot razliko med povprečno donosnostjo premoženja in povprečno donosnostjo primerljivega premoženja (»benchmark«), pri čemer kot primerljivo premoženje upoštevamo pričakovano donosnost premoženja, ocenjeno s pomočjo modela določanja cen dolgoročnih naložb (angl. Capital Asset Pricing Model). Koeficient izračunamo po naslednji formuli (Strong, 2003, str. 477):

$$\alpha_p = ar_p - (ar_f + (ar_m - ar_f)\beta_p) \quad (4)$$

kjer je α_p mera uspešnosti alfa, β_p ocena tržnega tveganja premoženja, ar_p aritmetično povprečje donosnosti premoženja, ar_f aritmetično povprečje netvegane donosnosti ter ar_m aritmetično povprečje donosnosti tržnega premoženja. Pozitivna Jensenova alfa nam torej pove, da je donosnost premoženja nad donosnostjo primerljivega premoženja, kar kaže na superiorno uspešnost upravljavca.

4.5.1.5 Merilo uspešnosti M^2

Leah in Franco Modigliani sta leta 1997 predstavila novo merilo uspešnosti upravljanja, imenovano kazalec Modigliani – Modigliani (M^2). Tako kot Sharpov koeficient tudi kazalec M^2 za mero tveganja upošteva kar celotno tveganje premoženja, vendar pa ga je enostavneje interpretirati, saj njegov rezultat predstavlja stopnjo donosa. Kazalec M^2 odgovarja na vprašanje, kako dobro (ali slabo) bi se odrezalo proučevano premoženje glede na primerjalno (»benchmark«) premoženje, če bi obe premoženji imeli enako volatilnost oziroma tveganje. Za izračun kazalca M^2 moramo ustvariti prilagojeno premoženje, ki bo sestavljeno iz netveganih naložb in premoženja posameznega vzajemnega sklada v takšnem razmerju, da bo prilagojeno premoženje imelo enak standardni odklon donosnosti kot primerljivo (»benchmark«) premoženje. Šele takrat, ko imata prilagojeno in primerjalno premoženje enak standardni odklon donosnosti, lahko primerjamo njuni donosnosti. Kazalec M^2 izračunamo po naslednji formuli (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 756):

$$M^2 = r_{p^*} - r_m \quad (5)$$

kjer je r_{p^*} stopnja donosa prilagojenega premoženja, r_m pa stopnja donosa primerljivega (»benchmark«) premoženja, izračunana za isto časovno obdobje.

4.5.2 Slabosti meril uspešnosti upravljanja s premoženjem

Z merili uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov si lahko pomagamo pri primerjavi kakovosti posameznih skladov, vendar pa moramo upoštevati tudi nekatere pomanjkljivosti, ki jih imajo ta merila. Te pomanjkljivosti so predvsem naslednje:

- vsa obravnavana merila uspešnosti upravljanja s premoženjem so lahko ustrezne mere za presojo kvalitete izbire naložb, manj pa so primerna za ocenjevanje uspešnosti upravljavcev, ki so omejeni z ozko opredeljenimi investicijskimi politikami;
- pri uporabi različnih nadomestkov za tržno finančno premoženje se lahko popolnoma spremenijo mere uspešnosti upravljanja vzajemnega sklada;

- pri analizi uspešnosti upravljanja s premoženjem obstaja problem nezmožnosti razlikovanja med znanjem upravljalcev in njihovo srečo. V daljšem časovnem obdobju se bo izkazalo, da dosegajo vzajemni skladi s sposobnimi upravljavci boljše rezultate kot pa vzajemni skladi, katerih uspešnost temelji na sreči;
- slabost meril uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov je tudi v uporabi nadomestka oziroma približka za netvegane naložbe.

4.5.3 Elementi investicijske uspešnosti

Do sedaj obravnavane mere investicijske uspešnosti kažejo samo, ali je proučevano premoženje uspešnejše od primerljivega premoženja ali učinkovitejše od trga, ne odkrijejo pa vzroka teh razlik. Tako je analiza uspešnosti upravljanja pokazala, da so bili proučevani vzajemni skladi uspešni pri aktivnem upravljanju, ne pa tudi, ali je bila uspešnost dejansko rezultat uspešnega aktivnega upravljanja ali naključnih dejavnikov oziroma sreče. Prav tako analiza ne pokaže, koliko dosežene donosnosti je rezultat pasivne izpostavljenosti različnim vrstam naložb in koliko rezultat aktivnega upravljanja.

Nadpovprečno investicijsko uspešnost lahko pripišemo naslednjima aktivnima strategijama (Logue, 1997, str.174):

- **izbiri naložb** (angl. stock picking) – izbira posameznih delnic in obveznic, za katere upravljavec meni, da so podcenjene oziroma naj bi jih trg napačno ovrednotil. Upravljavec tako poveča delež teh naložb v svojem premoženju;
- **tržnemu tempiranju** (angl. market timing) – nadpovprečno investiranje v delnice, ko upravljavec meni, da je delniški trg podcenjen in pričakuje porast tečajev. V primeru precenjenosti delniškega trga in pričakovanem padcu tečajev pa upravljavec nadpovprečno investira v obveznice.

Večina investicijskih skladov lahko na opisana dva načina izboljša investicijsko uspešnost, torej doseže višje donosnosti ob nespremenjenem tveganju. Poti do navedenega cilja so lahko različne, nekatere izmed možnih različic pa so tudi naslednje:

- z uporabo meril uspešnosti je potrebno oceniti, ali strateška alokacija naložb² omogoča doseganje postavljenih ciljev, kajti strateška alokacija je dolgoročno najpomembnejši faktor investicijske uspešnosti;
- raziskovalci še niso potrdili učinkovitosti tržnega tempiranja, zato naj bodo upravljavci pri uporabi le-tega previdni;
- posebno pozornost velja posvetiti transakcijskim stroškom, kajti če pričakovane koristi transakcije ne odtehtajo njenih stroškov, transakcija ni ekonomsko smiselna;
- potrebno je tudi preučiti okolje, v katerem se sprejemajo investicijske odločitve: gre pri tem za okolje, ki promovira smotrno prevzemanje tveganj in upoštevanje investicijske teorije ali pa se odločitve sprejemajo brez prevzemanja odgovornosti in obveznosti? V slednjem primeru je potrebno spremeniti proces odločanja.

Ocenjevanje uspešnosti upravljanja deluje kot kontrolni mehanizem v okviru izbrane investicijske politike, zato ne more služiti kot osnova za ocenjevanje primernosti investicijske

² Strateško alokacijo naložb smo opredelili kot tisti sestav naložb vzajemnega sklada v delnice, obveznice in denarna sredstva, ki je po mnenju upravljalca najprimernejši za vzajemni sklad na dolgi rok.

politike. Namen ocenjevanja uspešnosti upravljanja je obdržati izvajanje investicijske politike na poti k izvrševanju poslanstva vzajemnega sklada.

5. SLOVENSKI VZAJEMNI SKLADI IN NJIHOVE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE

5.1 NASTANEK IN RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV

Nastanek vzajemnih skladov pri nas sega v začetek leta 1992, ko je bil ustanovljen prvi vzajemni sklad (Galileo), katerega je najprej upravljala borzno posredniška hiša PM&A, kasneje Beta Invest DZU, danes pa ga upravlja KD Investments DZU. Konec leta 1992 se mu je pridružil vzajemni sklad LBM Piramida, ki ga upravlja LB Maksima. V letu 1993 so bili ustanovljeni trije vzajemni skladi, leto dni kasneje pa kar osem (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 109). Tako je v Sloveniji do konca leta 1994 obstajalo že 13 vzajemnih skladov, ki so delovali brez ustrezne zakonodaje, ki bi urejala njihovo poslovanje.

Leta 1994 sta bila sprejeta dva zakona, ki sta postavila temeljni zakonski okvir za delovanje družb za upravljanje, investicijskih in s tem tudi vzajemnih skladov. S sprejetjem Zakona o trgu vrednostnih papirjev (1994) je bila ustanovljena ATVP, ki skrbi za nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje in ustanovitev investicijskih skladov ter DZU ter nadzor nad njihovim poslovanjem. Sprejetje Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, 1994) pa je pomenilo, da so morali z letom 1995 vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje DZU. Po letu 1995 je bilo ustanovljenih le še 8 novih vzajemnih skladov, od teh dva v letu 2003, po sprejemu novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1, 2002), eden izmed njih, tj. vzajemni sklad Miha, pa je bil konec aprila 2001 likvidiran.

5.2 DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE

Družba za upravljanje je gospodarska družba, ki se ustanovi izključno z namenom upravljanja investicijskih skladov (ZISDU-1, 2002). Lahko 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 oziroma delničarji so lahko domače in tuje fizične ali pravne osebe, s tem da tuje fizične ali pravne osebe ne smejo posredno ali neposredno pridobiti deleža v DZU, ki je večji od 20%, brez soglasja ATVP. Če fizična ali pravna oseba pridobi delnice ali poslovne deleže DZU v nasprotju z zakonom, nima pravice do udeležbe pri dobičku in upravljanju družbe.

Vzajemni sklad lahko oblikuje in upravlja v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov le DZU, ki mora predhodno dobiti dovoljenje ATVP. Pravno razmerje obstaja neposredno med imetniki investicijskih kuponov na eni strani ter DZU na drugi strani. Vsebina tega pravnega razmerja je določena s pravili upravljanja vzajemnega sklada. Pravila upravljanja, v katerih je jasno predstavljena investicijska politika vzajemnega sklada, mora DZU oblikovati še pred začetkom poslovanja vzajemnega sklada. Ta pravila se v času delovanja vzajemnega sklada lahko spremenijo le z dovoljenjem ATVP.

DZU je za svoje storitve oziroma upravljanje vzajemnega sklada upravičena do provizije od vplačil in izplačil investicijskih kuponov, katerih višina je prepuščena družbam samim,

vendar skupna provizija ne sme presežati treh odstotkov. Pravico ima tudi do letne provizije, ki ne sme presežati dveh odstotkov povprečne čiste letne vrednosti sredstev sklada.

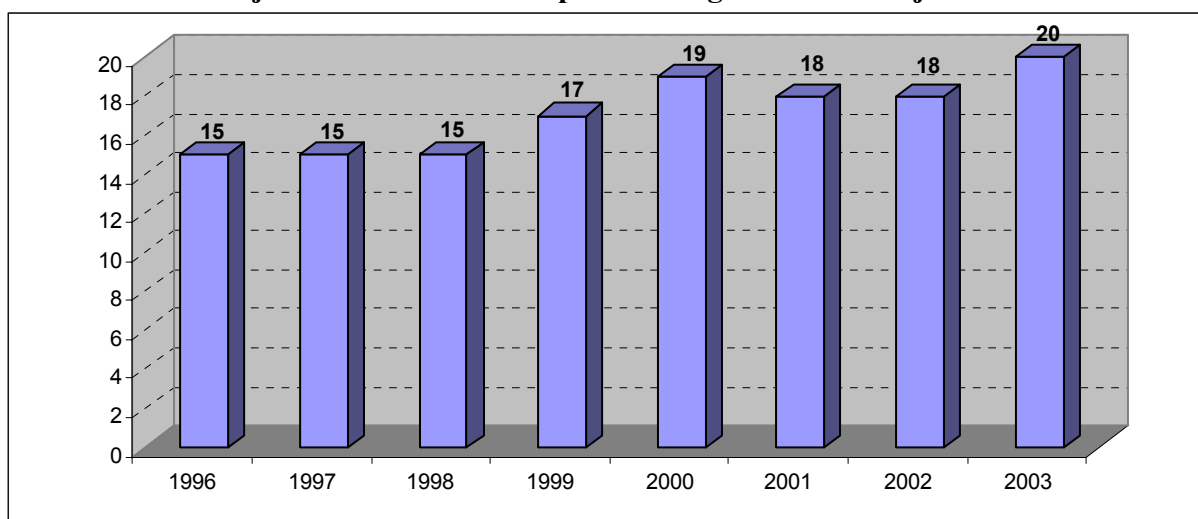
Vendar pa med lastniki DZU in lastniki (vlagatelji) vzajemnega sklada v nekaterih primerih obstaja konflikt interesov. Lastniki sklada si namreč želijo čim nižje provizije, medtem ko je za DZU upravljavska provizija glavni vir prihodkov in je tako v interesu DZU, da je le-ta čim višja. Poleg tega si dolgoročni vlagatelji želijo, da bi bilo netržno premoženje sklada (tisto, ki ne kotira na borzi in nima jasne tržne cene) ocenjeno kar najnižje, saj tako v sklad lahko vstopajo ceneje. Posledično pa je nižja tudi upravljavska provizija, ki se računa glede na vrednost sredstev v upravljanju. Na drugi strani želi DZU prejeti čim večjo upravljavsko provizijo, zato si želi čim višje ocenjena sredstva, kar je kratkoročno ugodneje tudi s trženjskega vidika. Tako se namreč zdi, da ima sklad višji donos, to pa privlači nove vlagatelje (Mastnak, 2004, str. 11).

5.3 ANALIZA SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV IN NJIHOVIH DRUŽB ZA UPRAVLJANJE

V tem poglavju bomo skušali predstaviti stanje in dinamiko vzajemnih skladov in družb za upravljanje v Sloveniji do konca leta 2003. Pogledali si bomo obseg sredstev v vzajemnih skladih po posameznih obdobjih, tržne deleže vzajemnih skladov in DZU, strukturo naložb, nominalno donosnost ter provizije in stroške vzajemnih skladov.

Število vzajemnih skladov v Sloveniji se je v zadnjih letih spreminjalo zaradi različnih razlogov, med katerimi so bili afera DADAS, odvzem borzne licence Niki DZU, likvidacija vzajemnega sklada Miha ipd. Število vzajemnih skladov konec posameznega leta v obdobju 1996–2003 je predstavljeno v sliki 1. Konec leta 2003 je tako delovalo 18 »posebnih« vzajemnih skladov in 2 vzajemna sklada, ki sta bila že oblikovana skladno z ZISDU-1. Teh 20 vzajemnih skladov je upravljalo 11 družb za upravljanje. Skupna vrednost sredstev v vzajemnih skladih konec leta 2003 je bila 92,78 milijarde SIT.

Slika 1: Število vzajemnih skladov konec posameznega leta v obdobju 1996–2003

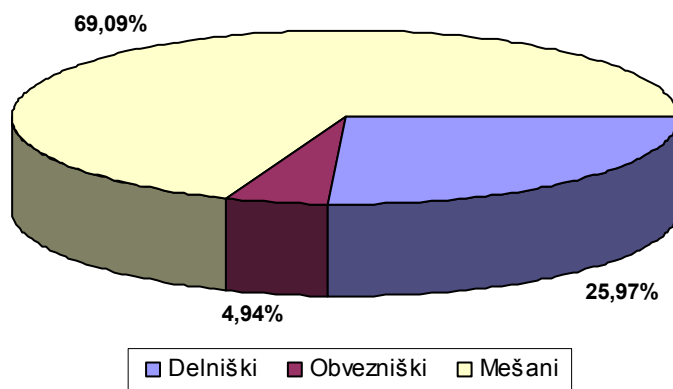


Vir: Slovenski spletni servis vzajemnih skladov [URL: <http://www.vzajemci.com>], 2004.

Vzajemne sklade, ki so konec leta 2003 poslovali pri nas, lahko glede na naložbeno politiko oziroma vrsto finančnih naložb, ki jih imajo v premoženju, delimo na delniške (7), mešane

(10) in obvezniške vzajemne sklade (3). Slika 2 pokaže, da so imeli konec leta 2003 največji tržni delež mešani vzajemni skladi, ki so upravljali več kot dve tretjini skupne vrednosti sredstev vzajemnih skladov (64,11 milijarde SIT).

Slika 2: **Deleži osnovnih vrst vzajemnih skladov v skupni vrednosti sredstev slovenskih vzajemnih skladov konec leta 2003**



Vir: Slovenski spletni servis vzajemnih skladov [URL: <http://www.vzajemci.com>], 2004; lastni izračuni.

5.3.1 Obseg in dinamika rasti naložb v vzajemnih skladih

Skupna vrednost sredstev oziroma obseg sredstev v vzajemnih skladih se nenehno spreminja. Razloga za to sta dva. Prvi je spreminjanje skupne vrednosti vzajemnih skladov zaradi nihanja cen VP in spreminjanja strukture naložb (deleži delnic, obveznic in denarnih sredstev). Drugi razlog za spreminjanje skupne vrednosti sredstev vzajemnih skladov pa je posledica dnevnih nakupov in prodaj točk vzajemnih skladov s strani vlagateljev.

Skupna vrednost sredstev v slovenskih vzajemnih skladih se stalno povečuje in to vedno hitreje. To še posebno velja za zadnjih nekaj let, ko je bila ta rast skoraj eksponentna. Vendar pa začetki niso bili tako obetavni. Po prvotnem navdušenju ob začetku poslovanja prvih vzajemnih skladov leta 1992 v Sloveniji se je rast skupne vrednosti sredstev v vzajemne sklade ustavila. V obdobju od konca leta 1994 do konca leta 1997 je bila višina sredstev v vzajemnih skladih precej konstantna in se je gibala na ravni 2,5 milijarde SIT. Razlogov za takšno stanje je bilo več. Prvi razlog je bil sprejetje prvotnega ZISDU, katerega osnovni cilj je bil zavarovanje naložb ter stabilnost skladov in finančnega trga. Posledica tega je bila, da so se mnoge družbe raje odločile za druge oblike delovanja na finančnem trgu.

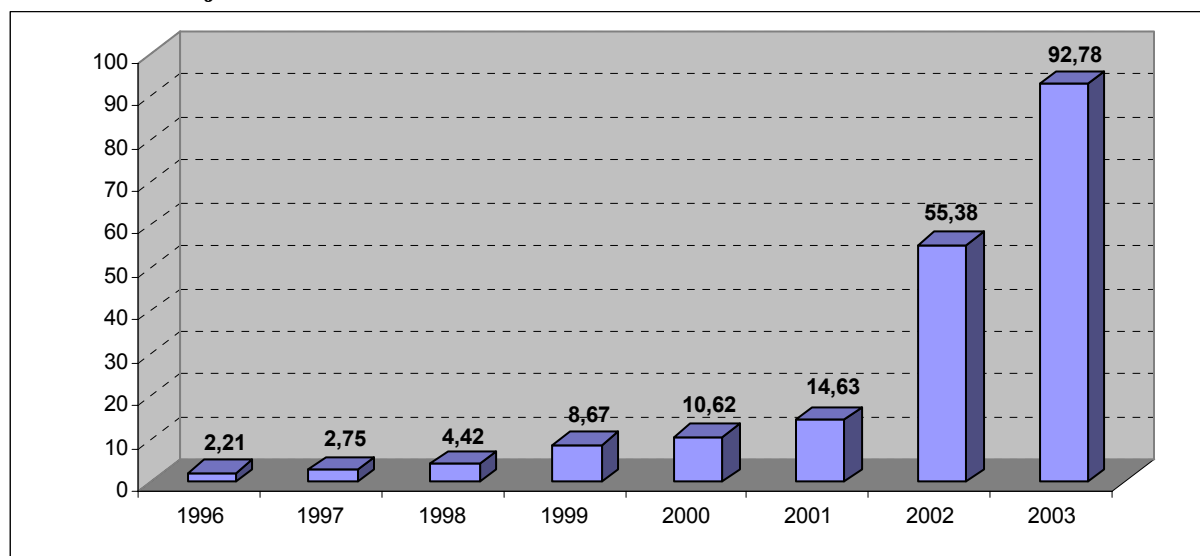
Eden najpomembnejših razlogov je bila tudi afera Dadas,³ ki je na borzi povzročila pravi preplah. Na stagnacijo je prav tako vplival ukrep Agencije za trg vrednostnih papirjev, ki je

³ Leta 1995 so tečaj delnic Poslovnega sistema Dadas, Mladinske knjige založbe, Finmedie in Promofina, ki so bile v neposrednem ali posrednem lastništvu sistema Dadas, izredno hitro naraščali. Znotraj sistema Dadas je obstajala skupina šestih podjetij, ki so bila skupaj z borzno hišo Dadas BPH povezana kapitalsko, personalno, upravljavsko in premoženjsko. Med 17 vzajemnimi skladi, ki so takrat obstajali, se je dvignila zlasti vrednost točk štirih vzajemnih skladov, s katerimi je upravljala družba Proficia Dadas. Velik dvig vrednosti točk v vzajemnih skladih Proficie Dadas je bil posledica predvsem nedovoljenih navideznih poslov med podjetji sistema Dadas. Razmere na borznem trgu, kjer so dominirali štirje Dadasovi vzajemni skladi, so nastale zaradi pojava, ki ga imenujemo »fenomen spirale«, kar pomeni hitro rast tečajev delnic in posledično investicijskih

določila zgornjo mejo vrednosti sredstev v posameznem skladu na 6 milijard SIT, in pa dejstvo, da so bile obresti v bankah relativno visoke. S temi in podobnimi dogodki iz finančnega sveta (Zdenex, »Catch the cash«) se je med investitorji razširilo nezaupanje do vlaganja presežkov denarja v oblike, kjer donos do zapadlosti ni znan oziroma zjamčen.

Na sliki 3 lahko vidimo, da obseg prihrankov, ki jih upravljajo vzajemni skladi, od sredine leta 1997 vztrajno narašča. Prvi občutnejši skok se je zgodil leta 1999, ko se je skupni obseg sredstev podvojil glede na preteklo leto na 8,67 milijarde SIT. Najmočnejšo rast skupnih sredstev v vzajemnih skladih pa smo doživeli v zadnjih dveh letih, ko je skupna vrednost sredstev narasla na 92,78 milijarde SIT.

Slika 3: Vrednost sredstev vzajemnih skladov (v milijardah SIT) po posameznih letih v obdobju 1996–2003



Vir: Slovenski spletni servis vzajemnih skladov [URL: <http://www.vzajemci.com>], 2004.

Izjemno rast čiste vrednosti sredstev v vzajemne sklade v preteklih letih lahko pripišemo dvigovanju borznih tečajev, zniževanju obrestnih mer ter povečanemu zaupanju investitorjev v trg vrednostnih papirjev. Predpostavljamo pa lahko, da se bo hitra rast skupnih sredstev v vzajemnih skladih nadaljevala, tako zaradi novega davčnega zakona, ki predvideva obdavčitev bančnih obresti in s tem zmanjševanje konkurenčnosti bančnih vlog, kot tudi zaradi novih možnosti⁴ vzajemnih skladov, ki jih omogoča novi ZISDU-1.

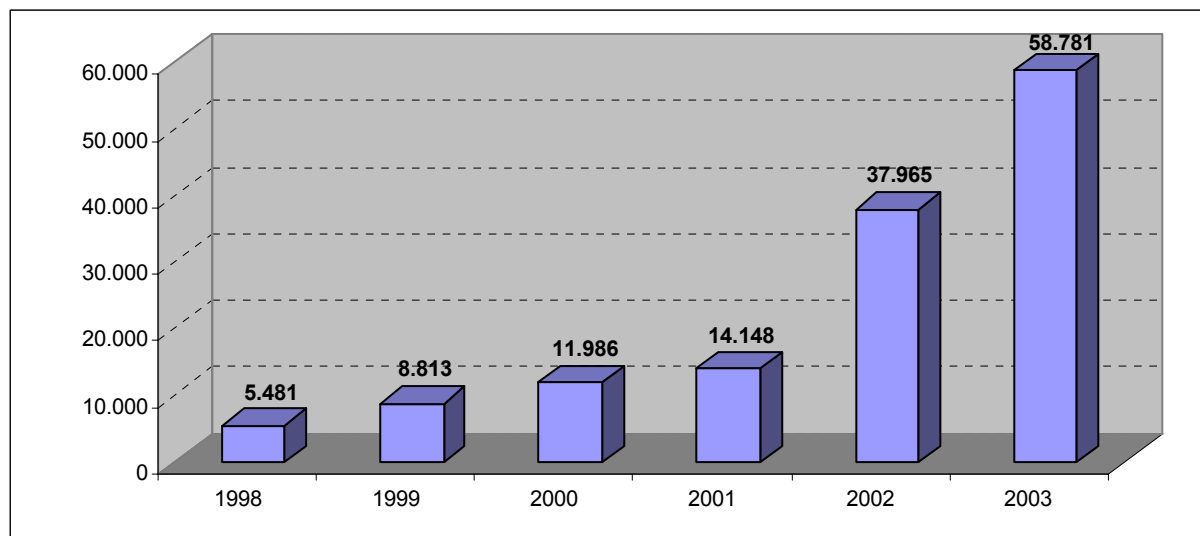
Kot lahko razberemo s slike 4, se je število vlagateljev v vzajemne sklade skozi leta konstantno povečevalo, tako da je bilo konec leta 2003 skupno v vzajemnih skladih kar 10-krat več vlagateljev kot konec leta 1998. To kaže tudi na to, da se zaupanje investitorjev v

kuponov nekaterih vzajemnih skladov zaradi manipulacij z delnicami. ATPV je zaradi teh nedovoljenih manipulacij prepovedala oziroma omejila vplačila v Dadasove vzajemne sklade. Kot odgovor je sistem Dadas milijardno premoženje prenesel na družbo Priom, ki je bil del sistema Dadas, s čimer so se izmaknili nadzoru ATPV. Po tem dogodku so se cene VP več kot prepolovile, delnice borznega sistema so investitorji začeli množično prodajati in s tem povzročili znatno znižanje tečajev VP. Proficia Dadas je nehala poslovati leta 1996, borzno posredniška hiša Dadas pa je bila novembra 1996 izključena iz Ljubljanske borze.

⁴ ZISDU-1 odpravlja omejitve pri investiranju v tuje VP za vzajemne sklade, ki ne nosijo oznake »poseben«. Novi zakon prav tako omogoča vlaganje v enote in delnice drugih investicijskih skladov ter vlaganje v izvedene finančne instrumente, hkrati pa ponuja tudi možnost ustanavljanja novih vrst investicijskih skladov, kot so indeksni investicijski sklad, namenski investicijski sklad, investicijski sklad denarnega trga in sklad skladov.

vzajemne sklade večja iz leta v leto. Največ vlagateljev je imel konec leta 2003 vzajemni sklad Galileo, v katerega je svoje prihranke vložilo več kot 24 tisoč vlagateljev, sledita pa mu vzajemni sklad Rastko (približno 14 tisoč) in vzajemni sklad Alfa (približno 6 tisoč).

Slika 4: **Gibanje skupnega števila vlagateljev v vzajemnih skladih po posameznih letih v obdobju 1998–2003**



Vir: Slovenski spletni servis vzajemnih skladov [URL: <http://www.vzajemci.com>], 2004.

Na tem mestu velja omeniti tudi navade slovenskih varčevalcev. Povprečen Slovenec varčuje v bankah, kar bi lahko pripisali tudi slabi finančni izobraženosti. Veliko varčevalcev se namreč ne zaveda, kakšne možnosti ponujajo slovenski vzajemni skladi in so očitno mnenja, da gre za zelo tvegano obliko naložbe in da so za to obliko investiranja potrebni visoki dohodki. Na to nakazuje predvsem dejstvo, da pri nas v vzajemnih skladih varčujejo predvsem varčevalci, ki so v starostnem razredu med 45 in 64 let, so v višjem dohodkovnem razredu in imajo nadpovprečno izobrazbo (Androjna, 2002, str. 20). Vendar pa bodo sčasoma domači investitorji postajali vedno bolj obveščeni o možnostih vlaganja v vzajemne sklade. Za to bodo poskrbeli tudi vzajemni skladi sami, tako da bodo bolj aktivni pri predstavitvi in trženju svojih storitev. Dejstvo je tudi, da se bo pri nas konkurenca na področju vzajemnih skladov močno povečala, saj bodo lahko tuji vzajemni skladi enakopravno nastopali in tržili svoje storitve v Sloveniji ter tako potiskali cene storitev vzajemnih skladov navzdol.

5.3.2 Tržni deleži vzajemnih skladov in družb za upravljanje

V Sloveniji so vzajemni skladi, tako kot v večini primerov v svetu, organizirani po tradicionalni obliki, kjer DZU upravlja vzajemni sklad, katerega lastniki niso hkrati pomembnejši lastniki DZU. Kot je razvidno iz tabele 1, Abančna DZU upravlja kar štiri vzajemne sklade, DZU KD Investments in KBM Infond po tri, DZU Medvešek-Pušnik in Primorski skladi po dva, medtem ko ostale DZU upravlja le po en vzajemni sklad.

V tabeli 1 nadalje predstavljamo čisto vrednost sredstev v vzajemnih skladih in družbah za upravljanje konec leta 2003. Vidimo, da največ sredstev (skoraj 53 milijonov SIT) upravlja DZU KD Investments, pod katero spada tudi največji vzajemni sklad v Sloveniji, vzajemni sklad Galileo, ki je imel konec leta 2003 kar 35,7 milijarde SIT sredstev.

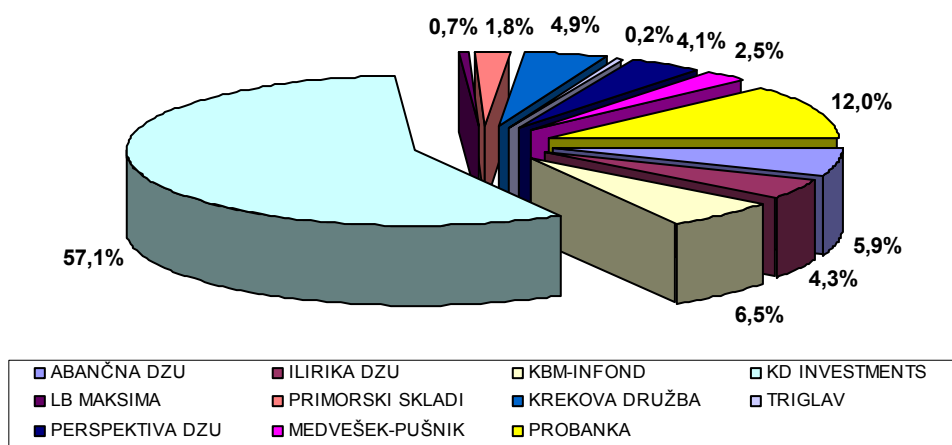
Tabela 1: Čista vrednost sredstev vzajemnih skladov in DZU, ki so jih upravljale, konec leta 2003

Družba za upravljanje	Vzajemni sklad (vrsta)	Čista vrednost sredstev v vzajemnem skladu (v tisoč SIT)	Čista vrednost sredstev v upravljanju DZU (v tisoč SIT)
ABANČNA DZU	POLŽEK (mešani)	1.326.611	5.520.020
	ZAJČEK (delniški)	2.405.104	
	SOVA (obvezniški)	687.128	
	VIPEK (mešani)	1.101.177	
ILIRIKA DZU	MODRA KOMB. (mešani)	3.965.780	3.965.780
KBM-INFOND	DELNIŠKI (delniški)	3.147.974	6.019.929
	HRAST (mešani)	1.675.890	
	SPD (delniški)	1.196.065	
KD INVESTMENTS	GALILEO (mešani)	35.665.846	52.962.892
	RASTKO (delniški)	14.024.552	
	KD BOND (obvezniški)	3.272.494	
LB MAKSIMA	LBM PIRAMIDA (mešani)	682.648	682.648
PRIMORSKI SKLADI	ŽIVA (delniški)	1.038.820	1.659.384
	PIKA (obvezniški)	620.564	
KREKOVA DRUŽBA	SKALA (mešani)	4.565.432	4.565.432
TRIGLAV	TRIGLAV RENTA (mešani)	222.860	222.860
PERSPEKTIVA DZU	VIZIJA (mešani)	3.775.061	3.775.061
MEDVEŠEK-PUŠNIK	MP-GLOBAL.SI (delniški)	875.095	2.282.233
	MP-PLUS.SI (delniški)	1.407.138	
PROBANKA	ALFA (mešani)	11.126.749	11.126.749

Vir: Slovenski spletni servis vzajemnih skladov [URL: <http://www.vzajemci.com>], 2004.

Kot lahko vidimo na sliki 5, med DZU-ji na slovenskem trgu prevladuje KD Investments, ki je konec leta 2003 nadzirala oziroma upravljala kar 57% vseh sredstev v vzajemnih skladih, medtem ko je najbližja zasledovalka, DZU Probanka upravljala le 12% vseh sredstev. Omembe vredne deleže so imeli konec leta 2003 še Abančna DZU, KBM Infond in Krekova družba, katerih tržni deleži so se gibali med 5% in 6,5%.

Slika 5: Deleži posamezne DZU v skupni vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki so jih upravljale, konec leta 2003

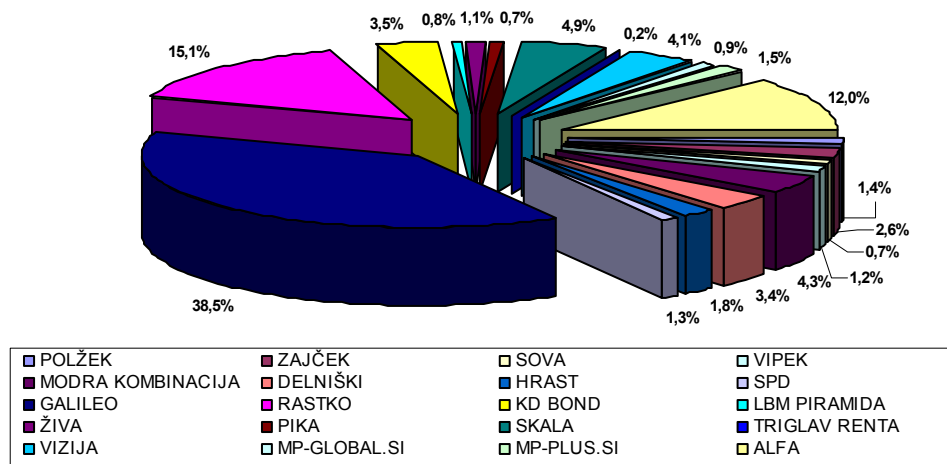


Vir: Slovenski spletni servis vzajemnih skladov [URL: <http://www.vzajemci.com>], 2004; lastni izračuni.

Izjemno visok tržni delež in s tem višina zbranih sredstev omogoča KD Investments učinkovito razpršitev premoženja in posledično znižanje stopnje tveganja za vlagatelje. Prav tako pa ima KD Investments z visokim lastniškim deležem v podjetjih možnost aktivnega odločanja o poslovanju le-teh in s tem dostop do informacij, ki so ključne za podjetja, posledično pa tudi za vlagatelje v vzajemnih skladih. Vzroke za večinski tržni delež gre iskati predvsem v tradiciji (Galileo je bil prvi slovenski vzajemni sklad) ter v agresivni in sistematični tržni strategiji.

Slika 6 prikazuje tržne deleže posameznih vzajemnih skladov glede na višino zbranih sredstev konec leta 2003. Velika koncentracija sredstev pri posameznih DZU se odraža tudi pri velikosti sredstev, ki so zbrani v posameznih skladih, saj največji trije vzajemni skladi (Galileo, Rastko in Alfa) predstavljajo kar 62,6% vrednosti sredstev vseh vzajemnih skladov konec leta 2003.

Slika 6: **Deleži posameznih vzajemnih skladov v skupni vrednosti naložb vseh vzajemnih skladov konec leta 2003**



Vir: Slovenski spletni servis vzajemnih skladov [URL: <http://www.vzajemci.com>], 2004; lastni izračuni.

5.3.3 Struktura naložb vzajemnih skladov

V skladu z ZISDU-1 (2002) mora upravljavec pri nalaganju sredstev vzajemnega sklada upoštevati omejitve in razpršitve tveganj. Vzajemni sklad sme zbrana sredstva nalagati v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi ali drugem organiziranem in nadzorovanem trgu vrednostnih papirjev. Sredstva lahko naloži v dolgoročne ali v kratkoročne vrednostne papirje in denarna sredstva ter v vrednostne papirje domačih in tujih izdajateljev.

Po zakonu netržni vrednostni papirji ne smejo presegati 25% vseh sredstev sklada. Zaradi večje varnosti poslovanja vzajemnih skladov morajo le-ti imeti najmanj 5% svojih naložb v obliki likvidnih sredstev in kratkoročnih vrednostnih papirjev, katerih rok dospelosti ni daljši od šestih mesecev.

Po sprejetju ZISDU-1 lahko obseg naložb v tuje vrednostne papirje presega 10% sredstev vzajemnega sklada. Vzajemni sklad ima lahko največ 10% svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja, če gre za tržne vrednostne papirje in največ 5% svojih naložb v

vrednostne papirje istega izdajatelja, če gre za netržne vrednostne papirje. Ena izmed pomembnih sprememb, ki jih uvaja ZISDU-1, je tudi sprostitev možnosti vlaganja v enote in delnice drugih investicijskih skladov in vlaganja v izvedene finančne instrumente.

Iz tabele 2 lahko razberemo, da med naložbami slovenskih vzajemnih skladov prevladujejo naložbe v dolgoročne vrednostne papirje, ki so v obdobju 2000–2003 predstavljale približno 90% vseh naložb skladov. Razvidno je, da največji delež naložb med dolgoročnimi VP zavzemajo naložbe v domače delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Delež le-teh se je v proučevanem obdobju postopoma zmanjševal. Konec leta 2000 je delež domačih delnic (organiziran trg) znašal 78,4%, konec leta 2003 pa le še 58,4% vseh naložb vzajemnih skladov. Zanimljivo majhen delež naložb predstavljajo delnice, s katerimi se trguje zunaj organiziranega trga vrednostnih papirjev (0,4%).

Zanimiva dinamika se kaže tudi pri tujih VP, kjer lahko opazimo trend zniževanja deleža tujih delnic v strukturi naložb vzajemnih skladov v prvih treh letih proučevanja, v letu 2003 pa drastično povečanje. Konec leta 2003 je tako delež tujih delnic znašal 9,1% vseh naložb v portfeljih slovenskih vzajemnih skladov. Medtem ko se je delež naložb v domače delnice zmanjševal, pa sta se skozi obdobje povečevala deleža obveznic (s 12,7% na 20,9%) ter kratkoročnih VP (s 3,4% na 5,3%).

Tabela 2: Agregatna struktura naložb vzajemnih skladov konec posameznega leta v obdobju 2000–2003 (v tisoč SIT)

Vrsta naložbe	31.12.2000		31.12.2001		31.12.2002		31.12.2003	
	Vrednost	Delež	Vrednost	Delež	Vrednost	Delež	Vrednost	Delež
1. Denarna sredstva	133.830	1,25%	235.731	1,61%	2.518.370	4,54%	3.058.570	3,29%
2. Terjatve	76.090	0,71%	148.959	1,01%	187.334	0,34%	495.783	0,53%
3. Kratkoročni VP	359.413	3,35%	105.549	0,72%	1.900.711	3,43%	4.890.812	5,25%
4. Dolgoročni VP	9.974.038	92,83%	13.488.873	91,85%	48.289.921	87,13%	82.497.995	88,60%
4.1. Domači (skupaj)	9.781.992	91,04%	13.299.825	90,56%	47.837.370	86,32%	74.042.941	79,52%
4.1.1. Obveznice (skupaj)	1.306.889	12,16%	1.820.146	12,39%	12.607.235	22,75%	19.433.146	20,87%
4.1.1.1. Republike Slovenije	353.687	3,29%	711.927	4,85%	5.716.998	10,32%	7.575.654	8,14%
4.1.1.2. Druge obveznice	953.203	8,87%	1.108.219	7,55%	6.890.237	12,43%	11.857.491	12,73%
4.1.2. Delnice (skupaj)	8.475.104	78,88%	11.479.679	78,17%	35.230.136	63,57%	54.609.795	58,65%
4.1.2.1. Na org. trgu VP	8.424.155	78,41%	11.411.735	77,70%	34.903.800	62,98%	54.329.013	58,35%
4.1.2.2. Zunaj org. trga VP	50.950	0,47%	67.944	0,46%	326.336	0,59%	280.782	0,30%
4.2. Tuji (skupaj)	192.046	1,79%	189.048	1,29%	452.550	0,82%	8.455.054	9,08%
4.2.1. Obveznice (skupaj)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
4.2.2. Delnice (skupaj)	192.046	1,79%	189.048	1,29%	452.550	0,82%	8.455.055	9,08%
5. Drugi VP	0	0,00%	0	0,00%	17.058	0,03%	289.612	0,31%
6. Depoziti v bankah in DPO	200.791	1,87%	707.228	4,82%	2.508.172	4,53%	1.885.609	2,02%
7. Skupaj (1+2+3+4+5+6)	10.744.162	100,00%	14.686.340	100,00%	55.421.566	100,00%	93.118.382	100,00%

Vir: Letno poročilo Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2002; Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov [URL: <http://www.zdu-giz.si>], 2004.

5.3.4 Nominalna donosnost vzajemnih skladov

Donosnost vzajemnega sklada je za investitorja eden najpomembnejših dejavnikov, ki vpliva na odločitev o izbiri sklada. Celotna donosnost vzajemnega sklada je sestavljena iz treh kategorij (Fredman, 1993, str. 37):

- **čisti investicijski dobiček** – čisti investicijski dobiček je enak vsoti dividend in obresti, dobljenih od vrednostnih papirjev v finančnem premoženju vzajemnega sklada, ki ga je DZU dolžna razdeliti med lastnike sklada ali pa ga reinvestirati;
- **čisti realizirani kapitalski dobiček** – skladi trgujejo na borznem trgu, kjer ustvarjajo kapitalne dobičke (ali izgube), ki jih DZU razdeli lastnikom investicijskih kuponov;
- **čista sprememba vrednosti enote premoženja** – sprememba VEP kaže na spremembo finančnega premoženja sklada kot posledice spreminjanja tečajev VP.

Zgornja »teoretična« sestava donosnosti velja predvsem za vzajemne sklade po svetu, ne pa toliko za vzajemne sklade pri nas. Slovenski vzajemni skladi namreč ne razdeljujejo dividend in obresti niti realiziranih kapitalnih dobičkov lastnikom investicijskih kuponov, saj jih reinvestirajo na finančnem trgu. Tako poskušajo še povečati tretjo postavko donosnosti (čista sprememba VEP), ki je edini vir donosnosti vlagateljev v slovenske vzajemne sklade.

V tabeli 3 so predstavljene letne nominalne donosnosti vzajemnih skladov v obdobju 1998–2003. Pri predstavljenih stopnjah donosa niso upoštevane vstopne in izstopne provizije, kakor tudi ne davek na kapitalni dobiček. Upravljaljska provizija, ki lahko znaša največ 2 odstotka čiste vrednosti sredstev, pa je upoštevana že v izračunu VEP, saj se dnevno odvaja od vzajemnega sklada, zato ne vpliva na donosnosti v spodnji tabeli. Letne nominalne donosnosti vzajemnih skladov so izračunane po naslednji formuli:

$$r_{nom,t} = \left(\frac{VEP_t}{VEP_{(t-1)}} - 1 \right) * 100 \quad (6)$$

kjer je $r_{nom,t}$ nominalna donosnost sklada v letu t , $VEP_{(t)}$ vrednost enote premoženja sklada konec leta t , $VEP_{(t-1)}$ pa vrednost enote premoženja vzajemnega sklada konec prejšnjega leta.

Tabela 3: Letne nominalne donosnosti vzajemnih skladov po posameznih letih v obdobju 1998–2003

Vzajemni sklad	Letna nominalna stopnja donosa					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
POLŽEK	19,24%	11,30%	4,75%	14,30%	40,57%	14,95%
ZAJČEK	18,72%	11,49%	4,82%	17,02%	54,48%	17,41%
SOVA	#	#	#	10,98%	12,32%	9,80%
VIPEK	20,05%	15,34%	6,66%	19,74%	40,67%	17,77%
MODRA KOMBINACIJA	16,31%	14,45%	6,56%	15,37%	56,05%	21,12%
DELNIŠKI	8,74%	23,62%	8,96%	29,19%	47,14%	20,08%
HRAST	31,32%	17,01%	4,33%	20,94%	51,66%	16,97%
SPD	5,50%	28,27%	11,94%	25,05%	49,87%	16,04%
GALILEO	31,46%	19,54%	0,47%	27,19%	58,84%	16,82%
RASTKO	27,65%	32,26%	-1,57%	20,51%	60,52%	18,42%
KD BOND	12,80%	13,79%	13,22%	9,65%	18,24%	10,28%
LBM PIRAMIDA	14,13%	13,22%	11,25%	13,89%	28,97%	16,06%
ŽIVA	#	#	5,15%	25,20%	54,01%	14,60%
PIKA	12,55%	17,64%	9,44%	20,16%	24,17%	10,65%
SKALA	#	#	#	21,57%	55,15%	16,77%
TRIGLAV RENTA	#	#	12,28%	20,24%	29,99%	16,59%
VIZIJA	14,45%	13,59%	3,59%	13,80%	34,93%	23,59%
ALFA	20,40%	23,31%	24,24%	24,15%	52,77%	14,66%

Vir: Slovenski spletni servis vzajemnih skladov [URL: <http://www.vzajemci.com>], 2004.

Povprečna nominalna donosnost vseh vzajemnih skladov v proučevanem obdobju (1998–2003) je bila 20,4%. Najvišjo donosnost so skladi dosegli v letu 2002, saj je znašala neverjetnih 42,8%, medtem ko je bilo najmanj donosno leto 2000 s samo 7,9% donosnostjo. Če primerjamo sklade po povprečni nominalni donosnosti med seboj, lahko ugotovimo, da se je v proučevanem obdobju najbolje odrezal vzajemni sklad Skala, ki mu je uspelo doseči 31,2% povprečno letno nominalno donosnost, takoj za njim pa sta se zvrstila vzajemna sklada Alfa (29%) in Delniški (26,3%). Razumljivo je, da so se glede na rast vrednosti točke najslabše odrezali vsi obvezniški vzajemni skladi (Sova, KD Bond in Pika), kar lahko pojasnimo s pretežnim deležem obveznic v njihovih premoženjih. Obveznice so namreč manj tvegane in posledično tudi manj donosna naložba kot delnice.

5.3.5 Provizije in stroški upravljanja vzajemnih skladov

Z vodenjem vzajemnega sklada ima DZU različne stroške, ki jih na različne načine prenaša na investitorje vzajemnih skladov. Pri varčevanju v vzajemnih skladih se tako investitorji srečujejo z naslednjimi stroški (Dimovski, 1996, str. 65):

- **vstopna provizija** – pri vsakem nakupu deleža posameznega vzajemnega sklada plača investitor nakupno ali vstopno provizijo. Višina vstopne provizije je odvisna od politike sklada, ki jo vodi na tem področju. Pri nekaterih vzajemnih skladih pa je višina provizije odvisna tudi od števila enot, ki jih posamezni vlagatelj kupi. Večje je število kupljenih enot, nižja je vstopna provizija. V Sloveniji se vstopna provizija giblje med 0% in 3% vrednosti naložbe;
- **izstopna provizija** – pri prodaji deleža vzajemnega sklada lahko investitor plača izstopno ali prodajno provizijo. Izstopna provizija je poleg politike vzajemnega sklada odvisna tudi od vstopne provizije, saj skupaj ne smeta presežati treh odstotkov. V Sloveniji se izstopna provizija giblje med 0% in 2% vrednosti naložb. Pri nekaterih skladih se višina prodajne provizije spreminja z ročnostjo naložbe v sklad. Daljša ko je naložba v sklad, nižja je izstopna provizija. Nekateri skladi lahko za dolgoročno varčevanje v vzajemnem skladu celo oprostijo investitorja plačila prodajne provizije;
- **upravljavsko provizija** – za upravljanje vzajemnega sklada je DZU upravičena do upravljavske provizije. Višina te provizije je zapisana v prospektu ter v pravilih upravljanja vzajemnega sklada in po ZISDU-1 ni navzgor omejena.

V tabeli 4 so predstavljene upravljavske ter najvišje vstopne in izstopne provizije posameznih vzajemnih skladov konec leta 2003. Vidimo, da imajo posamezni vzajemni skladi zelo različno politiko glede višine vstopne in izstopne provizije. Nekateri vzajemni skladi se odločajo za najvišjo možno vstopno provizijo (Delniški, Hrast, SPD, Galileo, Rastko, Alfa, MP-Global.si), ki znaša 3%, medtem ko izstopne provizije ne zaračunavajo. Drugi vzajemni skladi se odločajo za nizke vstopne provizije (Modra Kombinacija, LBM Piramida, Živa, Triglav Renta), ki se gibljejo od 0% do 1,5%, izstopna provizija pa znaša od 1% do 2%.

Pri politiki upravljavskih provizij so vzajemni skladi veliko bolj enotni, saj večina vzajemnih skladov zaračunava 2% provizijo. Le vzajemna sklada MP-Global.si in MP-Plus.si imata 3% upravljavsko provizijo, kar pa je razumljivo, saj vemo, da investirata predvsem na tujih kapitalskih trgih. Dva od treh obvezniških vzajemnih skladov (Sova in KD Bond) pa imata 1% upravljavsko provizijo.

Tabela 4: **Provizije v posameznih vzajemnih skladih konec leta 2003**

Vzajemni sklad	Najvišja vstopna provizija	Najvišja izstopna provizija	Upravljalvska provizija
POLŽEK	2,00%	1,00%	2,00%
ZAJČEK	2,00%	1,00%	2,00%
VIPEK	2,00%	1,00%	2,00%
MODRA KOMBINACIJA	1,40%	1,40%	2,00%
DELNIŠKI	3,00%	0,00%	2,00%
HRAST	3,00%	0,00%	2,00%
SPD	3,00%	0,00%	2,00%
GALILEO	3,00%	0,00%	2,00%
RASTKO	3,00%	0,00%	2,00%
LBM PIRAMIDA	0,00%	1,00%	2,00%
ŽIVA	1,50%	1,50%	2,00%
ALFA	3,00%	0,00%	2,00%
SKALA	2,00%	1,00%	2,00%
TRIGLAV RENTA	1,00%	2,00%	2,00%
VIZIJA	1,50%	1,50%	2,00%
MP-GLOBAL.SI	3,00%	0,00%	3,00%
MP-PLUS.SI	1,50%	0,00%	3,00%
SOVA	2,50%	0,00%	1,00%
KD BOND	2,00%	0,00%	1,00%
PIKA	1,50%	1,50%	2,00%

Vir: Slovenski spletni servis vzajemnih skladov [URL: <http://www.vzajemci.com>], 2004.

Poleg omenjenih provizij lahko premoženje vzajemnega sklada bremenijo še nekateri dodatni stroški, kot so (ZISDU-1, 2002):

- stroški revidiranja letnega poročila vzajemnega sklada,
- stroški plačilnega prometa,
- stroški obveščanja imetnikov investicijskih kuponov,
- stroški v zvezi s tožbenimi postopki proti skrbniku ali proti tretjim osebam,
- davki in druge davščine v zvezi s premoženjem vzajemnega sklada oziroma s prometom s tem premoženjem in
- stroški skrbniških storitev skrbnika.

6. USPEŠNOST UPRAVLJANJA SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV

Ob vse večjem pomenu varčevanja v vzajemnih skladih pri nas se postavlja tudi vprašanje, kako uspešni so bili doslej upravljavci premoženja v slovenskih vzajemnih skladih. V tem poglavju bomo analizirali uspešnost upravljanja izbranih slovenskih vzajemnih skladov v obdobju od 1. januarja 2000 do 31. decembra 2003 skozi prizmo različnih kazalcev oziroma meril uspešnosti. Najprej bomo ocenili uspešnost upravljanja proučevanih vzajemnih skladov glede na povprečno mesečno donosnost brez upoštevanja tveganja premoženja. Zatem bomo uporabili še merila uspešnosti, ki upoštevajo tako donosnost kot tveganje premoženja in merijo t. i. donosnost, prilagojeno za tveganje, katero smo nato primerjali z donosnostjo primerljivega premoženja oziroma indeksa (t. i. benchmarka).

V analizi bomo zajeli 12 od 20 vzajemnih skladov, ki so v proučevanem obdobju poslovali na slovenskem kapitalskem trgu. Teh 12 vzajemnih skladov predstavlja kar 83% delež v skupni vrednosti naložb vseh slovenskih vzajemnih skladov konec leta 2003. Izključeni so trije obvezniški vzajemni skladi (KD Bond, Sova in Pika), dva nova vzajemna sklada, oblikovana po ZISDU-1 (MP-Global.si in MP-Plus.si), ter trije mešani vzajemni skladi (Skala, Vizija in Triglav Rent). Razlog za izpustitev obvezniških vzajemnih skladov iz analize je v tem, da imajo ti skladi v svojem premoženju večinski delež obveznic in bi bila primerjava uspešnosti upravljanja smiselna samo med temi tremi vzajemnimi skladi. Vzajemna sklada, ki ju upravlja Medvešek Pušnik DZU, smo izključili zaradi pretežnih naložb na tuje trge kapitala in prekratke časovne vrste, saj poslujeta šele nekaj mesecev. Zaradi pomanjkanja podatkov smo morali izključiti tudi tri mešane vzajemne sklade.

6.1 PODATKI IN METODOLOGIJA

Analiza uspešnosti upravljanja izbranih vzajemnih skladov bo potekala v treh fazah. V prvi fazi (glej priloga 2, str. IV–VI) bomo primerjali uspešnost upravljanja vzajemnih skladov glede na primerjalni indeks trga, ki ga bo v tem primeru zastopal delniški indeks SBI20. Druga faza bo obsegala primerjavo donosnosti vzajemnih skladov z donosnostjo primerjalnega indeksa povprečnega vzajemnega sklada, tretja pa primerjavo s primerjalnimi indeksi za vsak posamezni vzajemni sklad.

Za našo analizo uspešnosti upravljanja izbranih vzajemnih skladov potrebujemo določene podatke, ki jih bomo opredelili in izračunali v nadaljevanju. V tem poglavju bomo najprej oblikovali primerjalni indeks, nato pa bomo opredelili še netvegano donosnost, povprečno mesečno donosnost ter merila tveganja vzajemnih skladov.

6.1.1 Oblikovanje primerjalnega indeksa

Če hočemo pravilno oceniti uspešnost upravljanja vzajemnega sklada, moramo uspešnost proučevanega sklada oziroma njegovega premoženja primerjati z uspešnostjo ustreznega primerjalnega premoženja ali indeksa (»benchmark«). V primeru, da takega ustreznega premoženja ali indeksa v praksi ne najdemo, ga moramo oblikovati sami. Kot smo že omenili, bomo v prvi fazi analize ocenili uspešnost vzajemnih skladov glede na primerjalni indeks trga SBI20, ki pa ni najbolj primeren, saj ne zajema gibanja vrednosti obveznic. Zato bomo v drugi fazi oblikovali fiktivni primerjalni indeks. Poimenovali ga bomo indeks povprečnega vzajemnega sklada (IPVS), ki je sestavljen iz dveh obstoječih indeksov. Podroben opis obeh indeksov najdemo tudi na internetni strani Ljubljanske borze vrednostnih papirjev [URL: <http://www.ljse.si>]:

- **SBI20** – je vodilni in najbolj reprezentativen indeks Ljubljanske borze, ki obsega okoli 70% celotne tržne kapitalizacije delnic borzne kotacije in je tako zadovoljiv pokazatelj gibanja delniškega trga. SBI20 je cenovni indeks, ki ne vključuje dividend, kar pomeni, da z njim merimo samo spremembe tečajev vključenih delnic. Nevključevanje dividend v izračun indeksa SBI20 je v našem primeru pomanjkljivost, saj vemo, da je reinvestiranje dividend splošna politika slovenskih vzajemnih skladov. Sestava indeksa je tehtana s tržno kapitalizacijo delnic v prostem obtoku. Na ta način imajo večji vpliv na gibanje vrednosti indeksa delnice z višjo tržno kapitalizacijo. Udeležba posamezne delnice pa je omejena na 10%, da ne

bi prišlo do prevelikega vpliva določenih delnic oziroma panog na gibanje vrednosti indeksa, kar je prav tako zakonska omejitev vzajemnih skladov po ZISDU-1;

- **BIO** – kaže smer gibanja tečajev obveznic, ki so nominirane v tujih valutah. BIO je tehtani borzni indeks, pri čemer se kot uteži uporabljajo deleži prometa s posameznimi izdajami obveznic v celotnem prometu z obveznicami, ki so vključene v indeks. Kriteriji za vključitev obveznic v indeks so: nahajanje obveznice na organiziranem trgu najmanj 20 trgovalnih dni pred datumom revizije indeksa, čas do zapadlosti obveznice, daljši od enega leta, in trgovanje z obveznico najmanj 40% razpoložljivih trgovalnih dni v preteklem 3-mesečnem obdobju. Če slednji pogoj ni izpolnjen za najmanj 3 obveznice, se v indeks vključi prvih 5 obveznic nominiranih v tuji valuti po prometu brez svežnjev. Relativna sprememba indeksa BIO pokaže kapitalsko donosnost obveznic, ki so vključene v indeks, ne pa tudi celotne donosnosti obveznic. Za izračun celotne donosnosti bi morali kapitalski donosnosti prišteti še prejete in natečene obresti v obdobju. Nevključevanje kuponске donosnosti v izračun indeksa je tako pomanjkljivost indeksa BIO.

Indeks povprečnega vzajemnega sklada (IPVS) smo oblikovali tako, da smo izračunali povprečni delež domačih delnic in obveznic v premoženju vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003 ter ju nato pomnožili z mesečnimi donosnostmi obeh izbranih indeksov. Predpostavljali smo, da je celotno premoženje vzajemnih skladov sestavljeno le iz domačih delnic in obveznic, izključili pa smo deleže tujih vrednostnih papirjev ter deleže denarnih sredstev v posameznih vzajemnih skladih. Za izključitev tujih vrednostnih papirjev smo se odločili zaradi njihovega relativno majhnega deleža v premoženju vzajemnih skladov v proučevanem obdobju, kar lahko razberemo tudi iz tabele 2. Drugi razlog je v enostavnosti izračuna indeksa povprečnega vzajemnega sklada (IPVS), saj bi za delež tujih vrednostnih papirjev potrebovali še indeks tujega trga. Iz tabele 5 je razvidno, da je bil v proučevanem obdobju ponderiran povprečni delež domačih delnic v portfeljih proučevanih vzajemnih skladov 78,7%, ponderiran povprečen delež domačih obveznic pa 21,3%. Tako smo dobili ustrezeni primerjalni indeks, na podlagi katerega smo lahko ocenili uspešnost upravljanja proučevanih vzajemnih skladov.

$$IPVS_t = 0,7874 * SBI20_t + 0,2126 * BIO_t \quad (7)$$

kjer je $IPVS_t$ vrednost indeksa povprečnega vzajemnega sklada v obdobju t , $SBI20_t$ vrednost indeksa slovenskega delniškega trga v obdobju t , BIO_t pa vrednost slovenskega indeksa obveznic v obdobju t .

V tretji fazi analize bomo s pomočjo povprečnih deležev delnic in obveznic v posameznih vzajemnih skladih oblikovali primerjalne indekse še za vsak sklad posebej. Tako izračunani indeksi bodo predstavljali uspešnost »pasivno« upravljanih skladov.⁵ Pri tem predpostavljamo, da povprečne strukture naložb posameznih vzajemnih skladov dobro odražajo vnaprej določene investicijske politike vzajemnih skladov in so zato primerne za oblikovanje primerjalnih indeksov vzajemnih skladov. Tako bomo lahko primerjali uspešnost aktivnega upravljanja z uspešnostjo »pasivnega« upravljanja posameznega sklada.

⁵ »Pasivno« upravljani sklad predstavlja fiksno strukturo premoženja vzajemnega sklada, ki odraža vnaprej opredeljeno naložbeno politiko sklada v proučevanem obdobju. Tako »pasivni« upravljavci verjamejo v učinkovitost kapitalskega trga, kar pomeni, da z aktivnim upravljanjem ni možno doseči nadpovprečnih donosov, saj naj bi cene VP že takoj odražale vse razpoložljive informacije.

6.1.2 Netvegana donosnost

Za izračun meril uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov potrebujemo mero netvegane donosnosti, za katero imamo na voljo več različnih možnosti. Netvegano donosnost bi lahko predstavljala **slovenska medbančna obrestna mera** (SMOM). Osnovo za izračun SMOM predstavljajo kotacije medbančnih obrestnih mer osmih po bilančni vsoti največjih slovenskih bank. Pomanjkljivost tovrstne mere za našo analizo je predvsem v prekratki časovni vrsti, saj je Združenje bank Slovenije in deset največjih bank sklenilo dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer šele konec decembra 2001, ter dejstvo, da individualni investitor ne more investirati na medbančnem trgu.

Druga možnost bi lahko bila donosnost **dolgoročne državne obveznice**. Pogoji za izbiro tovrstne mere je trgovanje z obveznico na sekundarnem trgu kapitala v obdobju, ki je proučevano v analizi, saj bi le tako lahko dobili ustrezní tečaj na trgu. Z izračunom sedanje vrednosti prihodnjih tokov obveznice in tečajem na trgu lahko določimo donosnost do dospelja, ki bi jo uporabili za mero netvegane donosnosti. Na našem trgu bi bila najbolj primerna državna obveznica RS10, vendar pa smo se raje odločili za tretjo možnost.

Tretja in verjetno bolj primerna mera netvegane donosnosti za potrebe naše analize so **šestmesečne zakladne menice Republike Slovenije**, ki so namenjene širokemu krogu investitorjev.⁶ Avkcija šestmesečnih zakladnih menic poteka preko intraneta Ljubljanske borze vrednostnih papirjev ter po principu dajanja ponudb s strani pooblaščenih vpisnikov zase in za druge investitorje. Na koncu je sprejeta ena cena (in s tem tudi enotna obrestna mera), ki se oblikuje skozi postopek avkcije in je enaka najnižji ceni, s katero se zapolni s strani Ministrstva za finance ponujena količina (Dermol, 2002, str. 9). Cena se podaja v obliki tečaja zakladne menice (odstotek od nominalne vrednosti). Gibanje letnih obrestnih mer šestmesečnih zakladnih menic v obdobju od konca leta 1999 do konca leta 2003 je prikazano v prilogi 3 (str. VII).

6.1.3 Izračun povprečne mesečne donosnosti

Tudi pri izračunu donosnosti imamo na voljo več različnih možnosti. Za izračun mesečnih donosnosti proučevanih vzajemnih skladov smo se odločili zaradi manjše volatilitnosti glede na dnevne stopnje donosa, lahko pa bi se odločili tudi za izračun povprečnih tedenskih ali desetdnevni donosnosti. V naši analizi nismo upoštevali realnih, temveč nominalne mesečne donosnosti. Razlog je v tem, da v analizi primerjamo uspešnost upravljanja posameznih slovenskih vzajemnih skladov med seboj in je torej vpliv mesečne inflacije na nominalne mesečne donosnosti skladov enak za vse izbrane sklade. Tudi Narayan (2003, str. 5) v analizi uspešnosti upravljanja indijskih vzajemnih skladov upošteva nominalne mesečne donosnosti. Slednje bomo v naši analizi izračunali po formuli (6), ki smo jo uporabili za mesečne (namesto letnih) podatke.

Prav tako smo nominalne mesečne donosnosti izračunali za indekse SBI20, BIO in IPVS. Povprečna nominalna mesečna donosnost za posamezne vzajemne sklade in indekse v obdobju 2000–2003 je izražena kot aritmetična sredina vseh 48 izračunanih nominalnih mesečnih donosnosti.

⁶ Za primer izračuna meril uspešnosti upravljanja premoženja sta tudi Francis in Ibbotson (2002, str. 24), za mero netvegane donosnosti, upoštevala donosnost zakladnih menic.

6.1.4 Merila tveganja vzajemnih skladov

Za izračun kazalcev uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov potrebujemo tako merilo celotnega tveganja kot merilo sistematičnega (t. i. tržnega) tveganja. Merilo celotnega tveganja predstavlja variabilnost oziroma standardni odklon donosnosti vzajemnega sklada (σ), medtem ko merilo tržnega tveganja predstavlja koeficient beta (β).

Standardni odklon donosnosti pomeni kvantifikacijo celotnega tveganja, ki vsebuje tako nesistematično kot sistematično tveganje in odraža stopnjo, do katere donosnosti premoženja varirajo okoli povprečja donosnosti (Strong, 2003, str. 39). Čim večji je standardni odklon donosnosti, tem večje je tudi celotno tveganje določene naložbe. Standardni odklon je torej enak kvadratnemu korenu variance, pri čemer je varianca aritmetična sredina kvadratov odklonov od srednje vrednosti. Pove nam, da bo znotraj enega standardnega odklona 69,26% vseh donosnosti investicije, znotraj dveh standardnih odklonov pa 95,45% vseh donosnosti, pod pogojem, da se te donosnosti normalno porazdeljujejo.

Standardni odklon je dober pokazatelj tveganosti le, če se računa za dovolj dolgo obdobje (idealno 3–5 let) iz mesečnih podatkov o donosnosti naložb (Fredman, 1993, str. 62), kar je tudi eden od razlogov za izračun mesečnih donosnosti posameznih vzajemnih skladov ter indeksov SBI20, IPVS in BIO v naši analizi.

Tržno oziroma sistematično tveganje se običajno meri z občutljivostjo posamezne naložbe oziroma vzajemnega sklada na gibanje celotnega trga vrednostnih papirjev (tržnega indeksa) ali pa na gibanje primerjalnega indeksa. Ta občutljivost se meri s **koeficientom beta** (β), ki ga ocenimo s pomočjo linearne regresije, pri kateri je presežna donosnost premoženja nad netvegano donosnostjo pojasnjevana (odvisna), presežna donosnost tržnega premoženja pa pojasnjevalna (neodvisna) spremenljivka. Matematično lahko beta izračunamo po naslednji formuli (Strong, 2003, str. 134):

$$\beta_p = \frac{\text{cov}(r_p, r_m)}{\text{var}(r_m)} \quad (8)$$

kjer je $\text{cov}(r_p, r_m)$ kovarianca med donosnostjo premoženja in donosnostjo tržnega premoženja v danem časovnem obdobju, $\text{var}(r_m)$ pa varianca donosnosti tržnega premoženja v istem obdobju.

Vrednost beta koeficienta določenega premoženja, ki ima visoko stopnjo razpršenosti naložb in posledično tveganja, se približuje vrednosti ena. Če pa ima premoženje koeficient beta večji od 1, to pomeni, da je njegova donosnost bolj volatilna od povprečne donosnosti na trgu ali pa povprečne donosnosti primerjalnega premoženja. Standardni odklon je kljub nekaterim pomanjkljivostim (temelji npr. na preteklih podatkih, ki morda niso reprezentativni za prihodnost) najboljše merilo tveganja vzajemnega sklada, in sicer zaradi naslednjih razlogov (Fredman, 1993, str. 65):

- v nasprotju s koeficientom beta zajema standardni odklon celotno tveganje investicije;
- v primerjavi z beto je zanesljivejše merilo tveganja, ker ne vključuje nobene povezave z drugo spremenljivko (beta je povezana s tržnim finančnim premoženjem);

- s standardnim odklonom lahko merimo tveganje specializiranih vzajemnih skladov prav tako dobro kot tveganje močno razpršenih vzajemnih skladov;
- lahko ga uporabimo za ocenjevanje variabilnosti donosnosti, tako delniških kot tudi obvezniških vzajemnih skladov;
- raziskave kažejo, da tudi bete ni mogoče zanesljivo uporabiti za napovedi obnašanja premoženja v prihodnosti (Fama, French, 1992, str. 431).

V tabeli 5 so predstavljeni osnovni podatki posameznih vzajemnih skladov ter indeksov SBI20 in IPVS, ki jih potrebujemo za izračun meril uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov. Poleg povprečne mesečne donosnosti in standardnega odklona donosnosti so izračunani tudi koeficienti beta za vsako fazo analize posebej. Za prvo fazo analize smo uporabili koeficiente beta-SBI,⁷ za drugo koeficiente beta-IPVS⁸ in za tretjo fazo analize koeficiente beta-p.i.VS.⁹ V zadnjem stolpcu tabele 5 pa so predstavljeni še povprečni deleži domačih delnic v posameznih vzajemnih skladih, ob predpostavki, da bi celotno premoženje sklada predstavljale le domače obveznice in domače delnice.

Tabela 5: **Standardni odklon, povprečna mesečna donosnost, beta-SBI, beta-IPVS, beta-p.i.VS, povprečen delež delnic izbranih slovenskih vzajemnih skladov za obdobje 2000–2003**

Vzajemni sklad	Standardni odklon	Povprečna mesečna donosnost	Beta-SBI	Beta-IPVS	Beta-p.i.VS	Povprečen delež delnic
POLŽEK	2,51%	1,38%	0,515	0,649	0,761	66,54%
ZAJČEK	3,13%	1,69%	0,650	0,817	0,782	82,48%
VIPEK	2,78%	1,61%	0,571	0,718	0,923	66,50%
MODRA KOMBINACIJA	3,19%	1,82%	0,617	0,776	0,857	70,80%
DELNIŠKI	3,36%	1,97%	0,662	0,832	0,731	90,21%
HRAST	3,13%	1,76%	0,637	0,798	0,728	86,90%
SPD	3,13%	1,92%	0,622	0,779	0,706	87,46%
GALILEO	3,83%	1,88%	0,766	0,962	0,842	90,56%
RASTKO	3,79%	1,77%	0,752	0,945	0,768	97,86%
LBM PIRAMIDA	2,81%	1,36%	0,377	0,474	0,811	43,32%
ŽIVA	3,39%	1,83%	0,684	0,860	0,694	98,52%
ALFA	2,79%	2,15%	0,523	0,657	0,800	63,68%
POVPREČJE	3,15%	1,76%	0,615	0,772	0,784	78,74%
IPVS	3,51%	1,38%	0,777	1,000	#	78,74%
SBI20	4,42%	1,71%	1,000	#	#	#

Vir: Lastni izračuni.

6.2 STRUKTURA NALOŽB PROUČEVANIH VZAJEMNIH SKLADOV

Za samo analizo uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov je potrebno najprej ugotoviti strukturo naložb posameznih skladov. S pomočjo dobljenih povprečnih struktur premoženja vzajemnih skladov ter skupne povprečne strukture skladov smo lahko oblikovali primerjalni

⁷ Koeficiente beta-SBI smo izračunali iz mesečnih donosnosti posameznih vzajemnih skladov in mesečnih donosnosti indeksa slovenskega trga delnic SBI20.

⁸ Koeficiente beta-IPVS smo izračunali iz mesečnih donosnosti posameznih vzajemnih skladov in mesečnih donosnosti indeksa povprečnega vzajemnega sklada (IPVS).

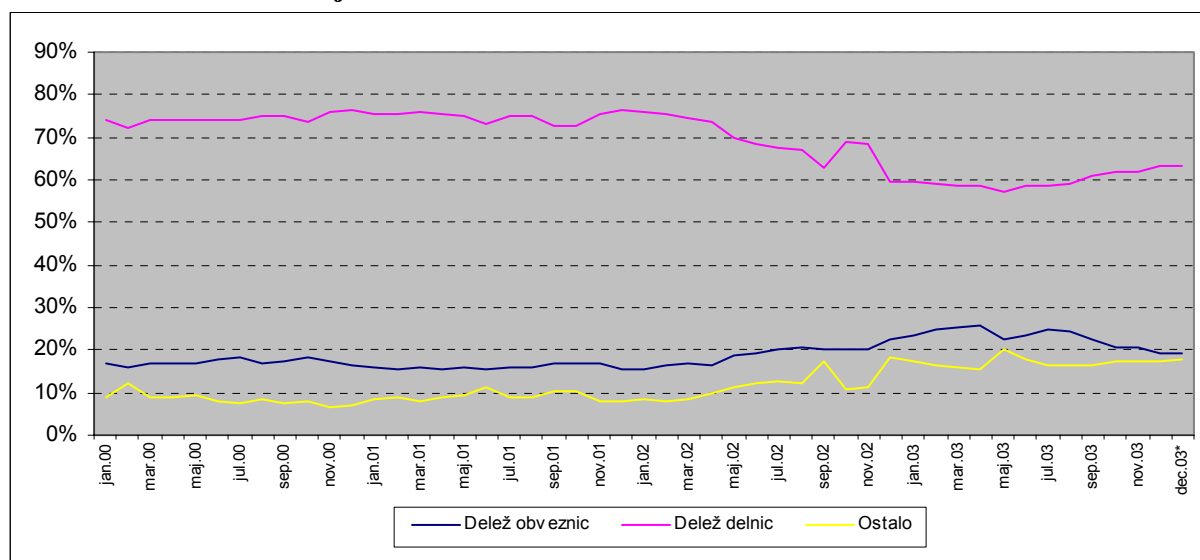
⁹ Koeficiente beta-p.i.VS smo izračunali iz mesečnih donosnosti posameznih vzajemnih skladov in mesečnih donosnosti primerjalnih indeksov posameznih vzajemnih skladov.

indeks povprečnega vzajemnega sklada (IPVS) in primerjalne indekse posameznih vzajemnih skladov (t. i. »pasivno« upravljani skladi) tako, kot opisujemo v nadaljevanju.

6.2.1 Struktura naložb povprečnega vzajemnega sklada

Premoženje sklada lahko posplošeno razdelimo na tri skupine. Najbolj tvegana skupina naložb so delnice, sledijo jim obveznice, najmanj tvegana skupina naložb pa so denarna sredstva v širšem pomenu, ki so na sliki 7 prikazana pod kategorijo »ostalo«. Slika 7 prikazuje strukturo naložb povprečnega vzajemnega sklada po mesecih v obdobju 2000–2003, iz katere je razvidno, da se je delež delnic v obdobju proučevanja zmanjšal, delež obveznic pa rahlo zvišal. Največji porast je dosegel delež denarnih sredstev, ki je od 8,89% v začetku leta 2000 porasel kar na 17,61% konec leta 2003, kar bi lahko pripisali izjemno visokim vrednostim tečajev na domačem delniškem trgu in posledičnemu pomanjkanju naložbenih priložnosti. Povprečni delež delnic je padel s 74,09% na 63,11%, medtem ko se je povprečni delež obveznic v obdobju 2000–2003 povečal s 17,02% na 19,29%.

Slika 7: **Struktura naložb povprečnega vzajemnega sklada ob začetku posameznega meseca v obdobju 2000–2003**



Vir: Lastni izračuni.

6.2.2 Struktura naložb posameznih vzajemnih skladov

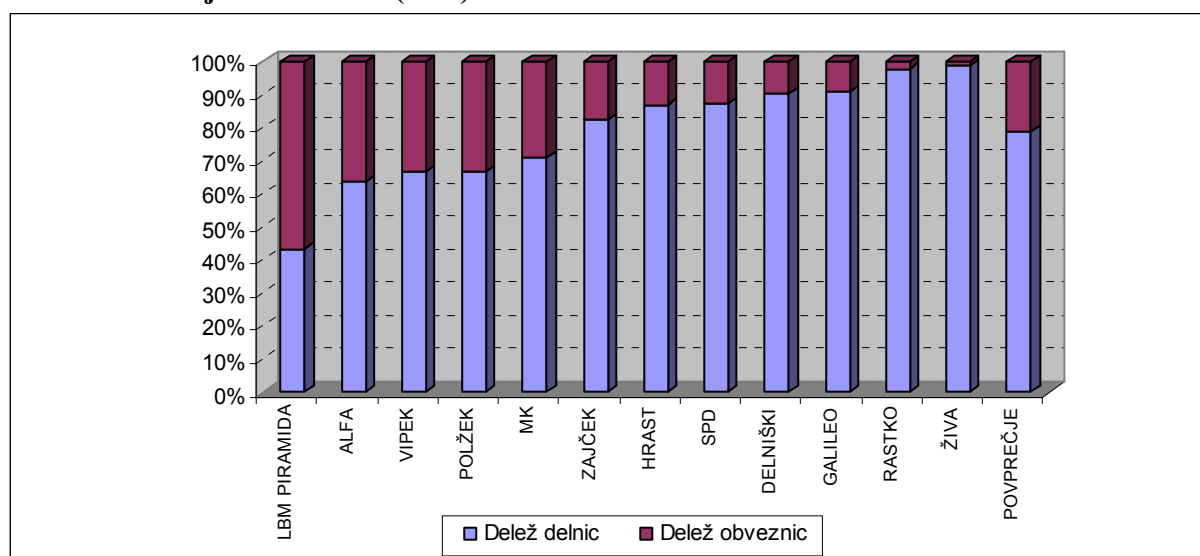
Struktura naložb posameznega vzajemnega sklada je poleg donosnosti ključnega pomena za vlagatelja, saj struktura naložb vzajemnega sklada bistveno določa stopnjo tveganja tega sklada. Kot smo že omenili, smo pri analizi predpostavljali, da je premoženje posameznega vzajemnega sklada sestavljeno le iz domačih delnic in obveznic. Ker so delnice bolj tvegana naložba kakor obveznice, sledi, da čim večji je delež delnic v premoženju posameznega vzajemnega sklada, tem večja je tudi stopnja tveganja tega sklada.

Kot lahko razberemo s slike 8, so med proučevanimi vzajemnimi skladi precejšnje razlike v sestavi premoženja. Vzajemni sklad Živa je imel v obdobju 2000–2003 v povprečju kar 98,5% delež domačih delnic, medtem ko je imel vzajemni sklad LBM Piramida v povprečju le 43,32% domačih delnic. Zaradi velikih razlik v sami sestavi premoženja oziroma v

investicijskih politikah vzajemnih skladov lahko med seboj primerjamo le sklade s podobno investicijsko politiko, kar bomo upoštevali tudi pri interpretaciji rezultatov nekaterih meril uspešnosti upravljanja skladov. Glede na to, da so naložbe v delnice bolj tvegane kot naložbe v obveznice, lahko pričakujemo, da bodo skladi, ki imajo v svojem premoženju večji delež delnic, dosegali tudi višjo donosnost. Zato smo na podlagi strukture premoženja vzajemnih skladov na sliki 8 slednje razdelili na tri skupine:

1. skupina: LBM Piramida, Alfa, Vipek, Polžek, Modra kombinacija;
2. skupina: Zajček, Hrast, SPD, Delniški, Galileo;
3. skupina: Rastko, Živa.

Slika 8: Povprečni delež domačih delnic in domačih obveznic v vzajemnih skladih v obdobju 2000–2003 (v %)



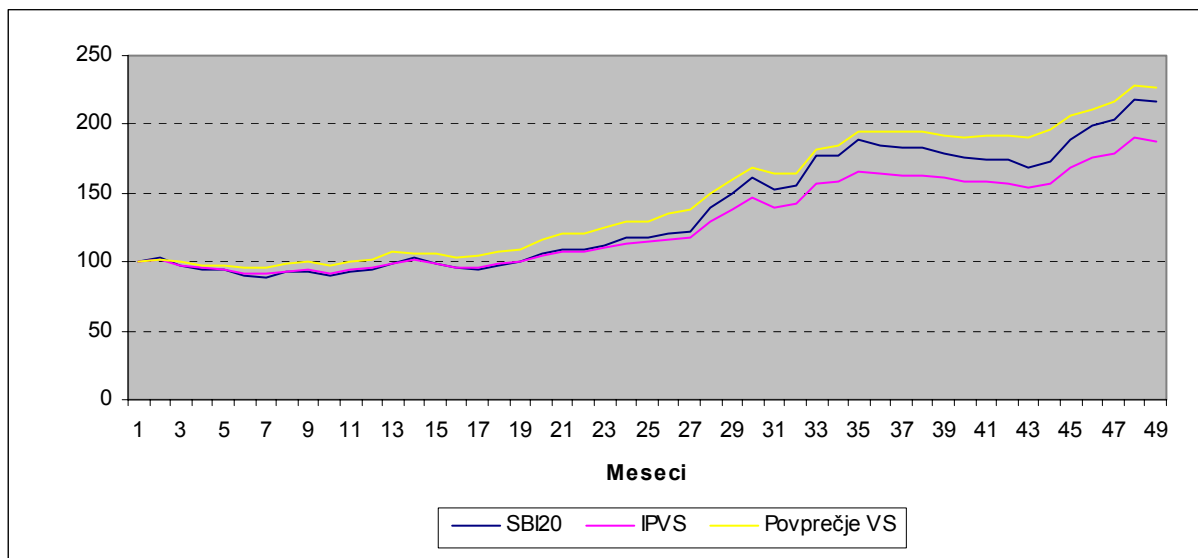
Vir: Lastni izračuni.

6.3 PRIMERJAVA GIBANJA INDEKSOV DONOSNOSTI SBI20, IPVS IN POVPREČJA PROUČEVANIH VZAJEMNIH SKLADOV TER POSAMEZNIH VZAJEMNIH SKLADOV

Za investitorja v vzajemne sklade je vsekakor zanimiva primerjava donosnosti skladov z donosnostjo trga. Na sliki 9 prikazujemo gibanje baznih indeksov donosnosti povprečja proučevanih vzajemnih skladov, SBI20 in IPVS v obdobju 2000–2003. Ugotovimo lahko, da je bila povprečna mesečna donosnost proučevanih vzajemnih skladov najvišja in je na mesečni ravni znašala 1,76%, kar pomeni, da so vzajemni skladi v povprečju »premagali trg«, saj je bila povprečna mesečna donosnost trga v istem obdobju 1,71%. Ta ugotovitev je zanimiva ob dejstvu, da je standardni odklon donosnosti povprečja proučevanih vzajemnih skladov znašal 3,15%, standardni odklon donosnosti indeksa trga delnic SBI20 pa kar 4,41%.

S slike 9 je nadalje razvidno, da je bila donosnost povprečnega vzajemnega sklada višja tudi od donosnosti IPVS (»benchmark«), kar nakazuje na uspešnost aktivnega upravljanja. Vzajemni skladi so torej uspeli »premagati benchmark« ob primerljivem tveganju. Bazni indeksi donosnosti povprečja proučevanih vzajemnih skladov, SBI20, BIO in IPVS v obdobju 2000–2003 so predstavljeni tudi v prilogi 4 (str. VIII).

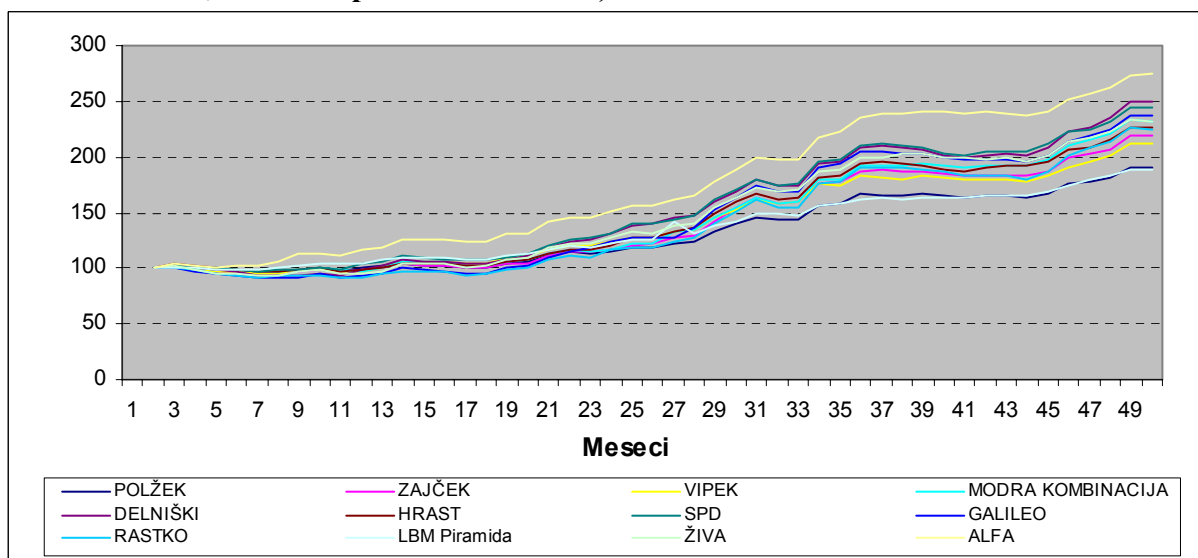
Slika 9: **Gibanje baznih indeksov mesečnih donosnosti SBI20, IPVS in povprečja vseh proučevanih vzajemnih skladov po mesecih v obdobju 2000–2003, z osnovo v mesecu 1 (mesec 1 je januar 2000, mesec 49 pa december 2003)**



Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev [URL: <http://www.ljse.si>], 2004; slovenski supermarket vzajemnih skladov [URL: <http://www.skladi.com>], 2004; lastni izračuni.

Slika 10 prikazuje gibanje baznih indeksov mesečnih donosnosti posameznih vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003. Razvidno je, da so v mesečnih donosnostih med posameznimi skladi precejšnje razlike, ki jih lahko pripišemo predvsem različnim investicijskim politikam ter učinkovitosti upravljavcev pri upravljanju skladov.

Slika 10: **Gibanje baznih indeksov mesečnih donosnosti posameznih vzajemnih skladov po mesecih v obdobju 2000–2003, z osnovo v mesecu 1 (mesec 1 je januar 2000, mesec 49 pa december 2003)**



Vir: Supermarket vzajemnih skladov [URL: <http://www.skladi.com>], 2004; lastni izračuni.

6.4 ANALIZA USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA VZAJEMNIH SKLADOV

V tem poglavju bomo predstavili in interpretirali izračune meril uspešnosti upravljanja izbranih slovenskih vzajemnih skladov. V tabelah 6 in 7 je poleg imena vzajemnih skladov v oklepaju označeno tudi to, v katero skupino glede na strukturo premoženja sklad sodi. Tabela 6 prikazuje izračunana merila uspešnosti upravljanja proučevanih vzajemnih skladov glede na primerjalni indeks povprečnega vzajemnega sklada v obdobju 2000–2003, tabela 7 pa glede na »pasivno« upravljane sklade, tj. glede na primerjalne indekse posameznega vzajemnega sklada v istem proučevanem obdobju. Rezultate posameznih meril uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov iz tabel 6 in 7 bomo podrobneje komentirali v nadaljevanju.

Tabela 6: Izbrana merila uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov glede na primerjalni indeks IPVS za obdobje 2000–2003

Vzajemni sklad (skupina)	Povprečna mesečna donosnost	Primerjalni indeks				
		SHP	SHP*	TRN	ALFA	M ²
POLŽEK (1.)	1,38%	0,234	-0,003	0,906%	0,202%	0,226%
ZAJČEK (2.)	1,69%	0,290	0,099	1,109%	0,420%	0,422%
VIPEK (1.)	1,61%	0,295	0,081	1,143%	0,394%	0,441%
MODRA KOMBINACIJA (1.)	1,82%	0,323	0,137	1,329%	0,569%	0,539%
DELNIŠKI (2.)	1,97%	0,352	0,175	1,421%	0,687%	0,639%
HRAST (2.)	1,76%	0,312	0,122	1,223%	0,501%	0,499%
SPD (2.)	1,92%	0,361	0,171	1,449%	0,665%	0,672%
GALILEO (2.)	1,88%	0,286	0,131	1,139%	0,523%	0,409%
RASTKO (3.)	1,77%	0,260	0,103	1,042%	0,423%	0,316%
LBM PIRAMIDA (1.)	1,36%	0,204	-0,008	1,207%	0,290%	0,120%
ŽIVA (3.)	1,83%	0,306	0,131	1,207%	0,526%	0,480%
ALFA (1.)	2,15%	0,486	0,273	2,068%	0,968%	1,113%
POVPREČJE	1,76%	0,309	0,120	1,270%	0,514%	0,489%
IPVS	1,38%	0,169	#	0,595%	#	#
SBI	1,71%	0,209	#	#	#	#

Vir: Lastni izračuni.

Tabela 7: Izbrana merila uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov glede na primerjalne indekse posameznih vzajemnih skladov–p.i.VS (»pasivno« upravljane sklade) za obdobje 2000–2003

Vzajemni sklad (skupina)	SHP		TRN		SHP*	ALFA	M ²
	SHP	SHP-p.i.VS	TRN	TRN-p.i.VS			
POLŽEK (1.)	0,234	0,136	0,773%	0,406%	0,072	0,279%	0,293%
ZAJČEK (2.)	0,290	0,178	1,159%	0,653%	0,081	0,395%	0,411%
VIPEK (1.)	0,295	0,111	0,890%	0,303%	0,186	0,541%	0,501%
MODRA KOMBINACIJA (1.)	0,323	0,149	1,203%	0,472%	0,175	0,626%	0,553%
DELNIŠKI (2.)	0,352	0,193	1,617%	0,773%	0,121	0,616%	0,634%
HRAST (2.)	0,312	0,187	1,340%	0,722%	0,081	0,450%	0,482%
SPD (2.)	0,361	0,188	1,598%	0,730%	0,127	0,613%	0,672%
GALILEO (2.)	0,286	0,194	1,301%	0,780%	0,082	0,439%	0,371%
RASTKO (3.)	0,260	0,206	1,283%	0,891%	0,025	0,301%	0,233%
LBM PIRAMIDA (1.)	0,204	0,023	0,705%	0,046%	0,187	0,534%	0,364%
ŽIVA (3.)	0,306	0,207	1,495%	0,902%	0,040	0,412%	0,434%
ALFA (1.)	0,486	0,126	1,698%	0,362%	0,357	1,069%	1,033%
POVPREČJE	0,309	0,168	1,242%	0,587%	0,123	0,514%	0,491%

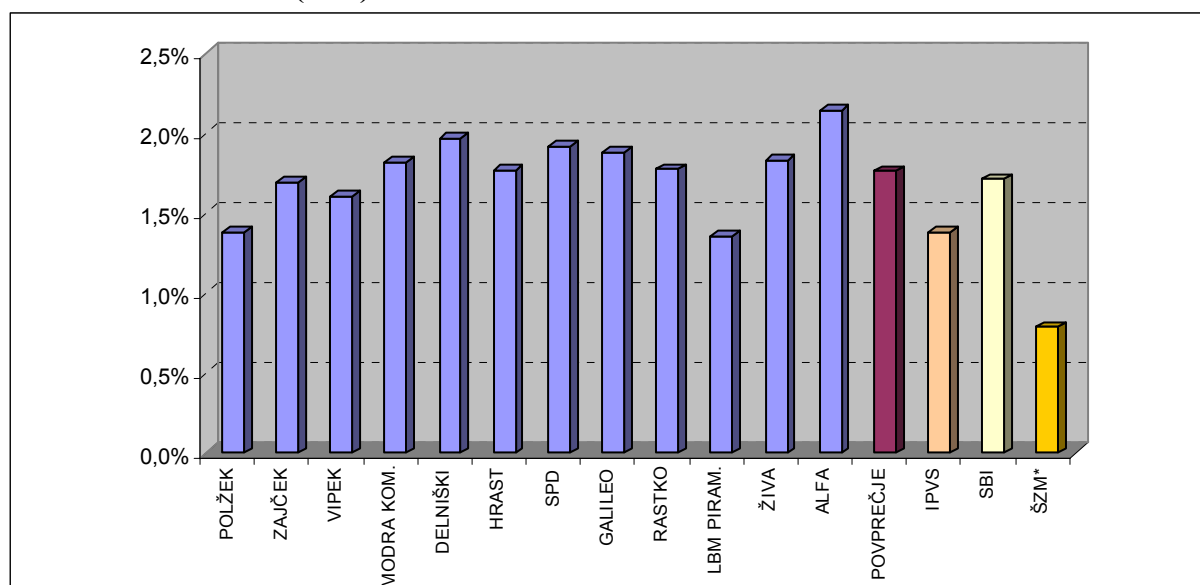
Vir: Lastni izračuni.

6.4.1 Povprečna mesečna donosnost izbranih slovenskih vzajemnih skladov

Povprečna mesečna stopnja donosa je najbolj enostaven kazalec uspešnosti upravljanja premoženja, vendar pa ne daje popolnoma objektivne ocene, saj ne upošteva tveganja premoženja. Tako imata lahko dva vzajemna sklada enako povprečno stopnjo donosa, a različno tveganje, kar pomeni, da je sklad z nižjim tveganjem bolje upravljan kot sklad z višjim tveganjem.

Na sliki 11 so predstavljene povprečne mesečne donosnosti posameznih vzajemnih skladov, indeksa povprečnega vzajemnega sklada, indeksa SBI20 ter šestmesečnih zakladnih menic v obdobju 2000–2003. Vidimo lahko, da je povprečna mesečna donosnost večine vzajemnih skladov preseгла donosnost indeksa povprečnega vzajemnega sklada (IPVS), medtem ko je le dve tretjini vzajemnih skladov presegljo povprečno mesečno donosnost indeksa trga vrednostnih papirjev SBI20, ki je znašala 1,71%. Najvišjo povprečno mesečno donosnost (2,15%) je v proučevanem obdobju dosegel vzajemni sklad Alfa (prva skupina), ki ga upravlja Probanka, najnižjo povprečno donosnost (1,36%) pa je uspelo doseči vzajemnemu skladu LBM Piramida, ki ga upravlja LB Maksima. Zadnjemu kot edinemu ni uspelo doseči ali preseči povprečne mesečne donosnosti indeksa povprečnega vzajemnega sklada (IPVS). Zmagovalec druge skupine je bil vzajemni sklad Delniški, tretje pa vzajemni sklad Živa.

Slika 11: Povprečne mesečne donosnosti posameznih vzajemnih skladov, IPVS, SBI20 in ŠZM*¹⁰ (v %)



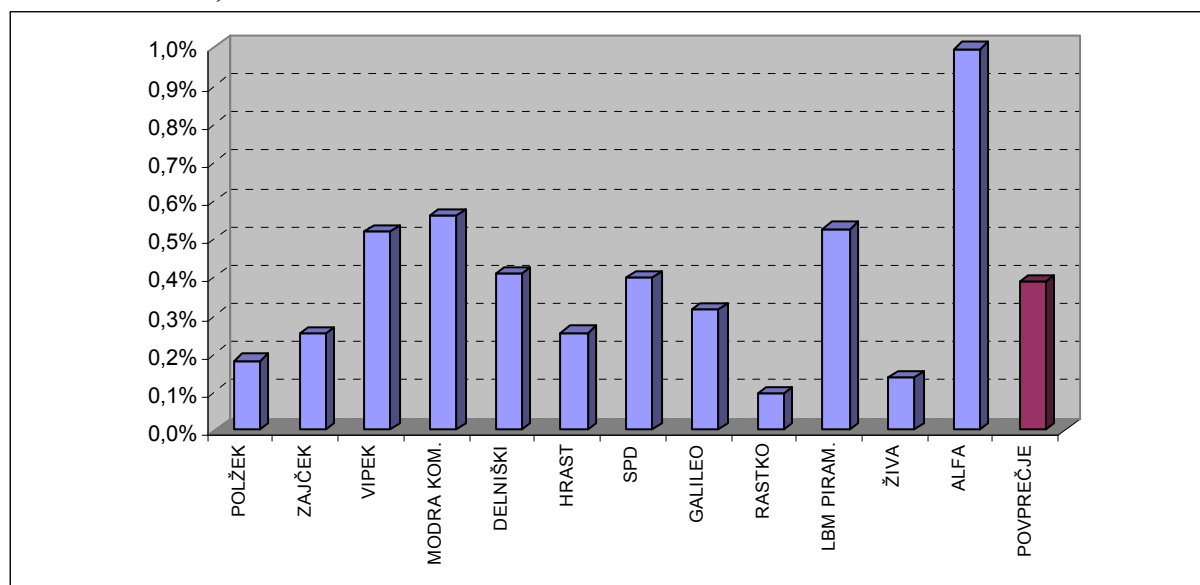
Vir: Lastni izračuni.

Na sliki 12 primerjamo dejanske povprečne mesečne donosnosti vzajemnih skladov s povprečnimi mesečnimi donosnostmi primerjalnih indeksov posameznih vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003. Povprečne mesečne donosnosti primerjalnih indeksov vzajemnih skladov predstavljajo »pasivno« upravljanje vzajemne sklade. Že na prvi pogled je jasno, da so bili vsi skladi uspešni pri aktivnem upravljanju, saj so presegljo povprečne mesečne donosnosti svojih primerjalnih indeksov. Vendar pa lahko vidimo, da je stanje glede na sliko 11 precej spremenjeno, saj je med najboljšimi ostal le vzajemni sklad Alfa, katerega presežna povprečna mesečna donosnost je bila ena odstotna točka. Presenetljivo dobro so se odrezali

¹⁰ Kratica ŠZM* predstavlja šestmesečne zakladne menice.

tudi vzajemni skladi Modra kombinacija, LBM Piramida in Vipek, ki so imeli presežno donosnost nekaj več kot pol odstotne točke. Pod pričakovanji pa sta svoje vzajemne sklade, glede na kriterij presežne donosnosti, upravljala KD Investments (Rastko, Galileo) in Primorski skladi (Živa).

Slika 12: **Presežek povprečne mesečne donosnosti posameznih vzajemnih skladov nad povprečno mesečno donosnostjo primerjalnih indeksov vzajemnih skladov (v o. t.¹¹)**



Vir: Lastni izračuni.

6.4.2 Sharpovo merilo uspešnosti izbranih slovenskih vzajemnih skladov

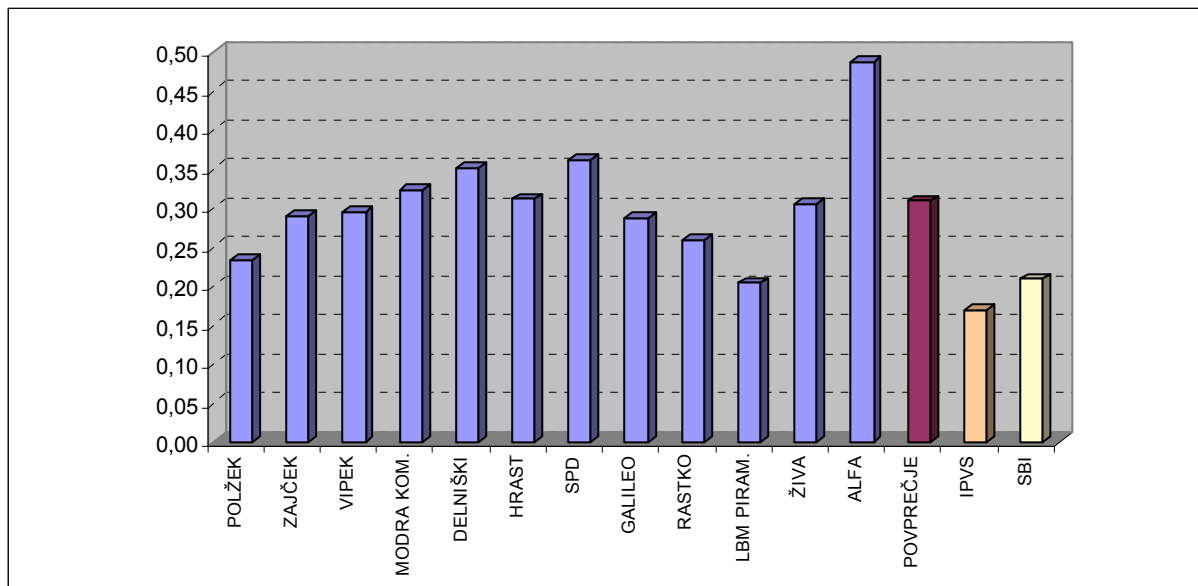
Na sliki 13 so predstavljene vrednosti Sharpovih koeficientov za posamezne vzajemne sklade, IPVS ter SBI20 za obdobje 2000–2003. Ugotovimo lahko, da so vrednosti koeficientov za vse vzajemne sklade pozitivne, kar pomeni, da so bili skladi relativno dobro upravljeni. Tudi primerjava koeficientov vzajemnih skladov s koeficientom za indeks SBI20 pokaže, da so vsi skladi, razen VS LBM Piramida, presegli indeks trga. Nizka vrednost Sharpovega indeksa za SBI20 je posledica velikega standardnega odklona, ki je v proučevanem obdobju znašal kar 4,42%. Za primerjavo lahko povemo, da je bil standardni odklon povprečnega vzajemnega sklada le 3,15%.

Podrobna primerjava Sharpovih koeficientov med vzajemnimi skladi s slike 13 pokaže, da je bil vzajemni sklad Alfa (prva skupina) ob upoštevanju tveganja upravljan daleč najboljše med vsemi, saj je ustvaril kar 49 bazičnih točk presežne donosnosti na enoto tveganja. Ta rezultat je razumljiv, če vemo, da se sklad Alfa kljub najvišji povprečni mesečni donosnosti uvršča med najmanj tvegane sklade (st. odklon znaša 2,78%). Najslabši rezultat je dosegel vzajemni sklad LBM Piramida s samo 20 bazičnimi točkami presežne donosnosti na enoto tveganja, vendar pa je tudi njemu uspelo premagati rezultat indeksa povprečnega vzajemnega sklada. Vzajemna sklada SPD in Živa sta bila zmagovalca druge in tretje skupine. Povprečno sta se uvrstila vzajemna sklada Galileo in Rastko, ki sta imela največje celotno tveganje (st. odklon znaša 3,83% oziroma 3,79%). Če pa primerjamo vse vzajemne sklade med seboj, lahko

¹¹ Okrajšava o.t. predstavlja odstotne točke.

ugotovimo, da je investicijska politika vzajemnega sklada Alfa omogočila doseganje najvišje presežne donosnosti na enoto tveganja (glej priloga 5, str. IX).

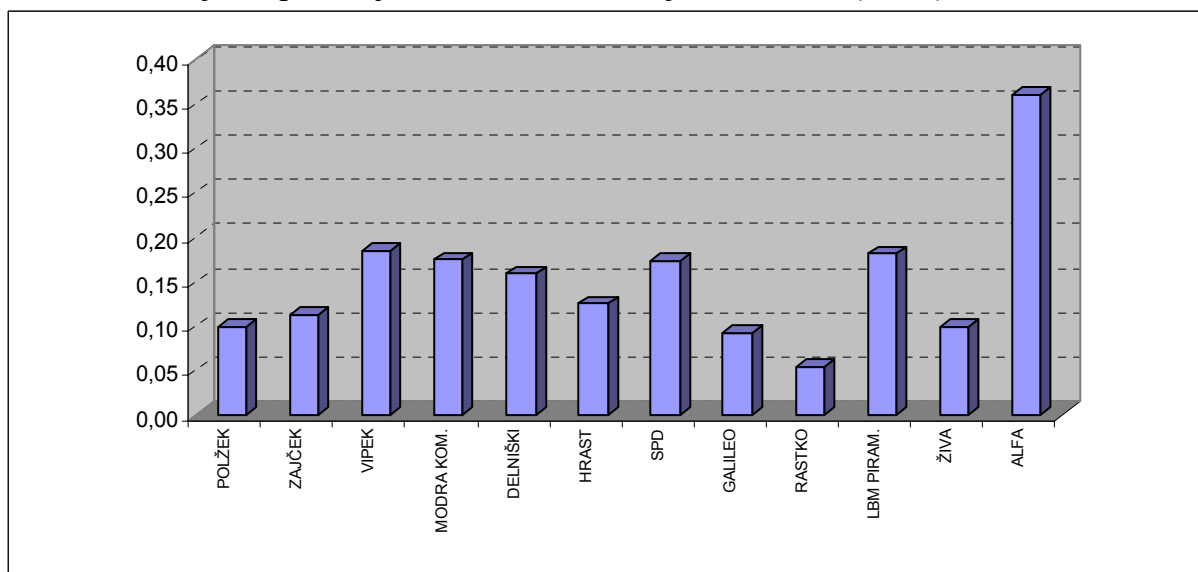
Slika 13: **Sharpovi koeficienti za posamezne vzajemne sklade, IPVS in SBI20 za obdobje 2000–2003**



Vir: Lastni izračuni.

Na sliki 14 prikazujemo razlike med Sharpovim koeficientom posameznih vzajemnih skladov glede na njihov primerjalni indeks v obdobju 2000–2003. Izračunane razlike predstavljajo pozitiven vpliv aktivnega upravljanja glede na »pasivno«. Glede na prikazane rezultate lahko ugotovimo, da so bili vsi vzajemni skladi pri aktivnem upravljanju uspešni. Najbolje aktivno upravljan sklad glede na proučevani kazalec je bil vzajemni sklad Alfa, najslabše pa sta bila upravljana vzajemna sklada KD Investments (Rastko in Galileo). Presenetljivo dobro sta bila upravljana tudi vzajemna sklada Vipek in LBM Piramida.

Slika 14: **Razlika med Sharpovim koeficientom posameznih vzajemnih skladov glede na njihov primerjalni indeks za obdobje 2000–2003 (v o. t.)**



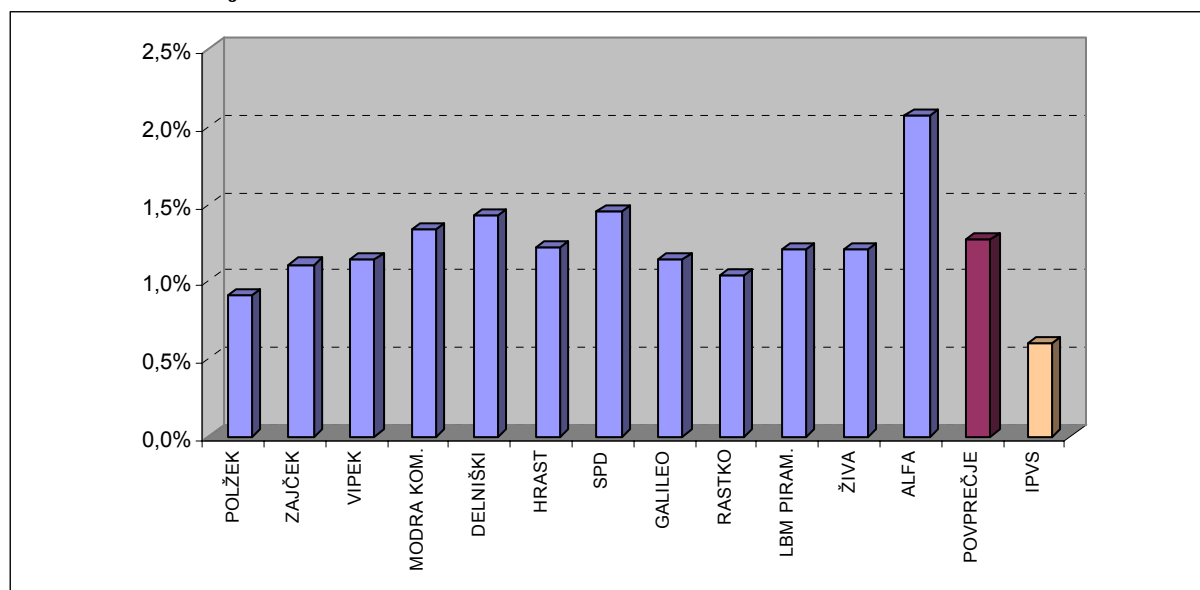
Vir: Lastni izračuni.

6.4.3 Treynorjevo merilo uspešnosti izbranih slovenskih vzajemnih skladov

Za razliko od Sharpovega indeksa pri izračunu Treynorjevega indeksa potrebujemo primerjalno premoženje (»benchmark«), za katerega predpostavljamo, da ima koeficient beta enak ena. Za izračun Treynorjevih indeksov smo najprej uporabili primerjalni indeks IPVS, v drugem delu pa še primerjalne indekse posameznih vzajemnih skladov. Treynorjev indeks pokaže podobne rezultate kot Sharpov indeks le v primeru, ko so proučevani vzajemni skladi dobro razpršili premoženje. S slike 15, ki prikazuje Treynorjeve koeficiente za posamezne vzajemne sklade glede na IPVS za obdobje 2000–2003, je razvidno, da je imela večina skladov dobro razpršeno premoženje.

S slike 15 je nadalje tudi razvidno, da je vzajemni sklad Alfa (prva skupina) glede na Treynorjevo merilo premagal vso konkurenco, saj je za vsako dodatno enoto prevzetega tveganja premoženje pridobilo 2,07% donosnosti. Poleg vzajemnega sklada Alfa sta bila med najuspešnejšimi tudi vzajemna sklada SPD in Delniški (oba druga skupina). Vzajemni sklad LBM Piramida (prva skupina) se je po Sharpovem merilu uvrstil na dno lestvice, vendar se je zaradi najmanjšega sistematičnega dela tveganja ($\beta=0,474$) prebil v prvo polovico najboljših vzajemnih skladov po Treynorjevem merilu. Slabo sta se odrezala vzajemna sklada Rastko (tretja skupina) in Galileo (druga skupina), ki je imel med vsemi tudi najvišje sistematično tveganje ($\beta=0,962$). Najmanj uspešen sklad pa je bil vzajemni sklad Polžek (prva skupina).

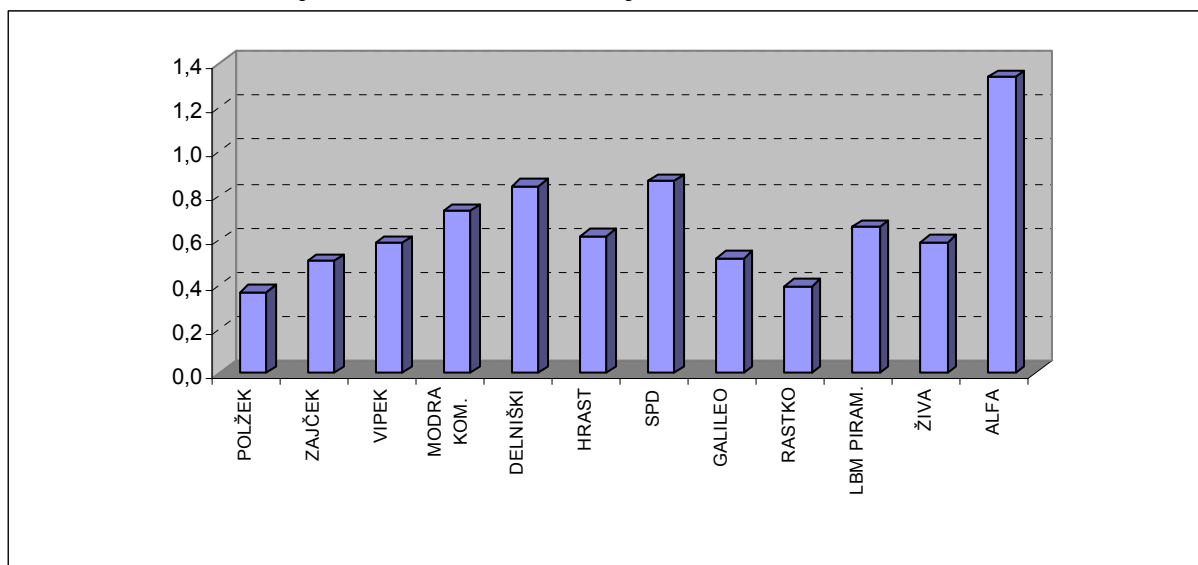
Slika 15: Treynorjevi koeficienti za posamezne vzajemne sklade glede na IPVS za obdobje 2000–2003



Vir: Lastni izračuni.

Na sliki 16 prikazujemo presežke Treynorjevih koeficientov za posamezne vzajemne sklade glede na primerjalne indekse vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003. Spet lahko ugotovimo, da so bili vsi proučevani skladi uspešni pri aktivnem upravljanju, kajti razmerje med presežno donosnostjo in tveganjem pri aktivnem upravljanju je višje od tega razmerja pri »pasivnem« upravljanju vzajemnih skladov. Med vsemi skladi je največji presežek z aktivnim upravljanjem ustvaril vzajemni sklad Alfa (prva skupina), medtem ko je bil najslabše med vsemi upravljan vzajemni sklad Polžek (prva skupina). V tretji skupini je vzajemni sklad Živa premagal vzajemni sklad Rastko, v drugi pa je bil najuspešnejši vzajemni sklad SPD.

Slika 16: Presežek Treynerjevih koeficientov vzajemnih skladov glede na primerjalne indekse vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003

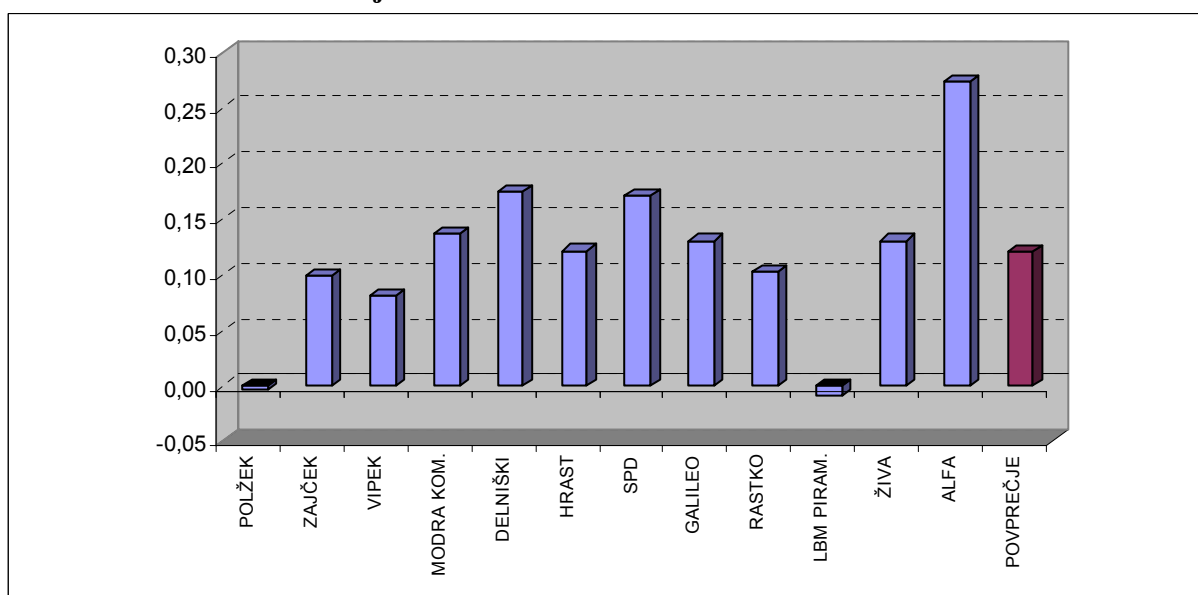


Vir: Lastni izračuni.

6.4.4 Sharpovi koeficienti dodatne donosnosti izbranih slovenskih vzajemnih skladov

Sharpovi koeficienti dodatne donosnosti za posamezne vzajemne sklade glede na IPVS v obdobju 2000–2003, ki v nasprotju z Sharpovimi koeficienti namesto netvegane donosnosti upoštevajo donosnost primerljivega premoženja, so prikazani na sliki 17. Razvidno je, da sta vzajemna sklada LBM Piramida in Polžek dosegla negativno vrednost koeficienta, kar pomeni, da sta z aktivnim upravljanjem dosegla slabšo donosnost, prilagojeno za tveganje, kot pa če bi premoženje upravljala »pasivno«. Vzajemni sklad Alfa je najboljše upravljan sklad prve skupine, sklad Delniški druge, sklad Živa pa tretje skupine.

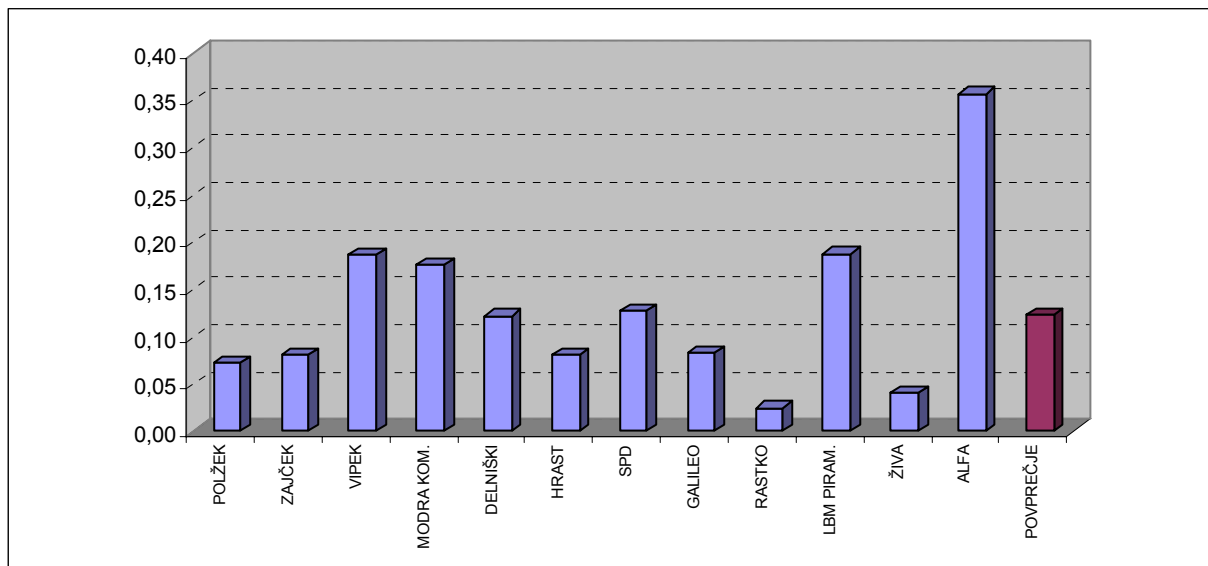
Slika 17: Sharpovi koeficienti dodatne donosnosti za posamezne vzajemne sklade glede na IPVS v obdobju 2000–2003



Vir: Lastni izračuni.

Na sliki 18 prikazujemo Sharpove koeficiente dodatne donosnosti posameznih vzajemnih skladov glede na njihov primerjalni indeks v obdobju 2000–2003. Vidimo lahko, da se vrednosti koeficientov na sliki 18 precej razlikujejo od vrednosti koeficientov s prejšnje slike 17. To je razumljivo, saj smo pri izračunu koeficientov s slike 17 upoštevali enotni primerjalni indeks IPVS, pri izračunu koeficientov s slike 18 pa smo primerjalne koeficiente prilagodili vsakemu vzajemnemu skladu posebej glede na njegovo povprečno strukturo premoženja. Razvidno je, da so vrednosti koeficientov za vse izbrane vzajemne sklade pozitivne, kar kaže na uspešno aktivno upravljanje skladov. Opazimo lahko tudi, da se je vzajemni sklad LBM Piramida (prva skupina), ki je dosegel najmanjšo vrednost Sharpovega koeficienta dodatne donosnosti glede na IPVS med vsemi izbranimi skladi, prebil celo na drugo mesto. Dobro se je odrezal tudi vzajemni sklad Vipek (prva skupina), saj je zasedel tretje mesto, medtem ko je sklad Alfa (prva skupina) znova prepričljivo zasedel prvo mesto. Odlične rezultate skladov prve skupine lahko pojasnimo z velikim deležem obveznic, ki ga imajo v svojem premoženju, ter posledično manjši donosnosti primerjalnega premoženja in seveda tudi manjšem tveganju, izraženim s standardnim odklonom donosnosti.

Slika 18: **Sharpovi koeficienti dodatne donosnosti za posamezne vzajemne sklade glede na primerjalne indekse vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003**

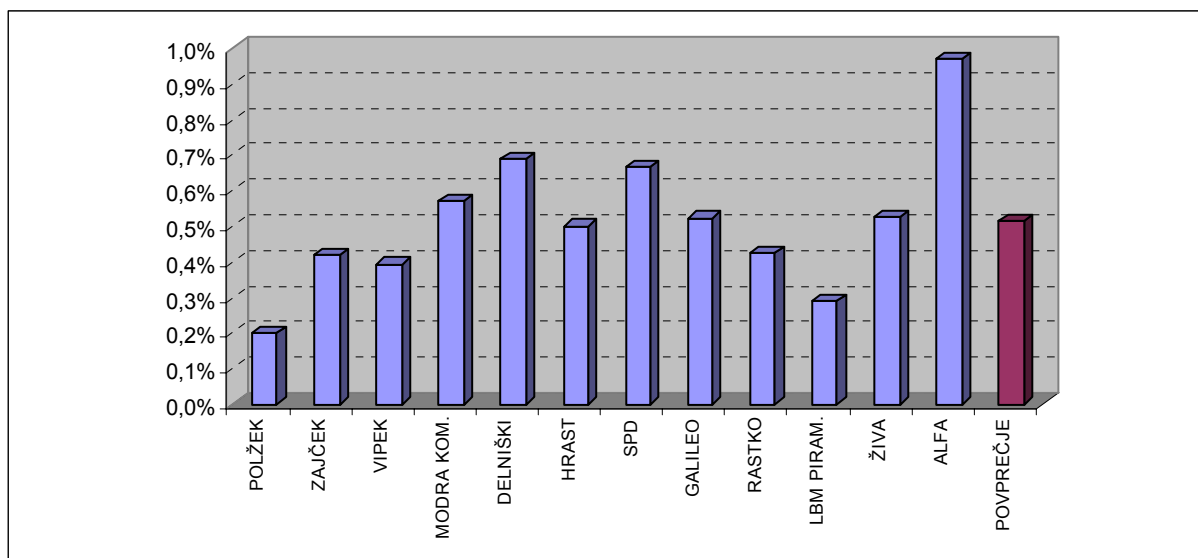


Vir: Lastni izračuni.

6.4.5 Jensenovo merilo uspešnosti izbranih slovenskih vzajemnih skladov

Na sliki 19 so prikazani Jensenovi koeficienti posameznih vzajemnih skladov glede na IPVS v obdobju 2000–2003. Zopet izstopa vzajemni sklad Alfa (prva skupina). Jensenov koeficient za sklad Alfa znaša 0,97%, kar pomeni, da je donosnost premoženja sklada Alfa nad donosnostjo, ki bi jo lahko pričakovali ob upoštevanju tržnega tveganja. Ker znaša tveganju prilagojena mesečna tržna donosnost 0,39 o. t. nad mesečno donosnostjo šestmesečnih zakladnih menic, je sklad Alfa »premagal trg«, saj tveganju prilagojena mesečna donosnost premoženja znaša 1,36 o. t. nad mesečno donosnostjo šestmesečnih zakladnih menic. Vzajemni sklad Polžek (prva skupina) se je odrezal najslabše, saj njegova mesečna donosnost nad donosnostjo, pričakovano ob tržnem tveganju, znaša le 0,20%. V drugi skupini je bil zmagovalec vzajemni sklad Delniški (0,69%), v tretji pa znova sklad Živa (0,53%).

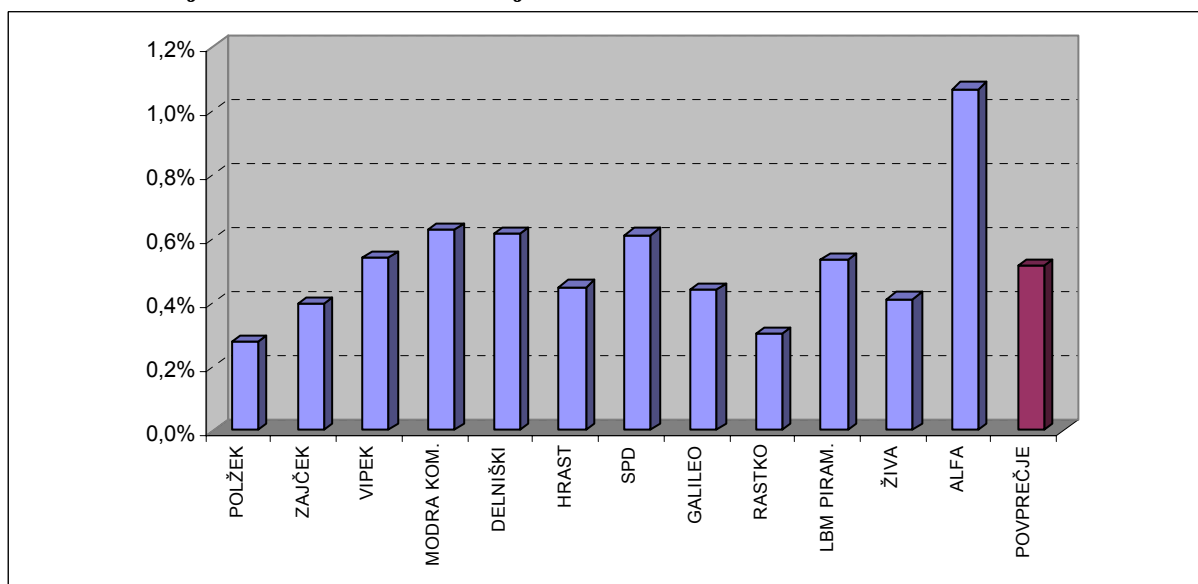
Slika 19: **Jensenove alfe za posamezne vzajemne sklade glede na IPVS v obdobju 2000–2003**



Vir: Lastni izračuni.

Jensenovi koeficienti skladov glede na primerjalne indekse vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003 so prikazani na sliki 20. Izkaže se, da je vzajemni sklad Alfa (prva skupina) dosegel še večjo presežno mesečno donosnost, ki znaša 107 bazičnih točk. Na drugo mesto se je prebil vzajemni sklad Modra kombinacija (prva skupina), sledita mu vzajemna sklada SPD in Delniški (oba iz druge skupine), medtem ko vzajemni sklad Polžek (prva skupina) še vedno ostaja na zadnjem mestu. Presežna mesečna donosnost se je v prvi skupini povečala vsem, razen vzajemnemu skladu Vipek, v drugi in tretji skupini pa nobenemu vzajemnemu skladu.

Slika 20: **Jensenove alfe za posamezne vzajemne sklade glede na primerjalne indekse vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003**

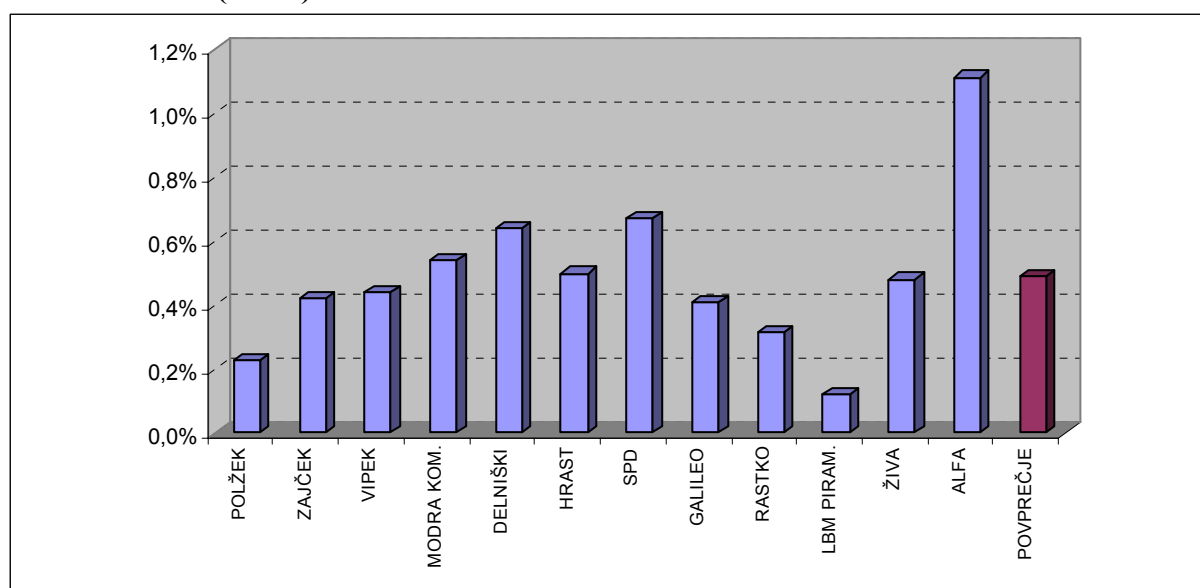


Vir: Lastni izračuni.

6.4.6 Merilo uspešnosti M² izbranih slovenskih vzajemnih skladov

Kazalce M² posameznih skladov glede na IPVS za obdobje 2000–2003 prikazuje slika 21. Pozitivni kazalci M² pomenijo, da so vsi skladi, ob predpostavki enake tveganosti oziroma volatilitnosti kot »benchmark« IPVS, presegli njegovo povprečno mesečno donosnost. Kot pri vseh prejšnjih merilih uspešnosti upravljanja premoženja je tudi po merilu M² daleč najboljši rezultat dosegel vzajemni sklad Alfa (prva skupina), saj je njegova presežna mesečna donosnost glede na IPVS znašala 1,11%. Najmanjši presežek mesečne donosnosti je znašal 0,12%, ki ga je ustvaril vzajemni sklad LBM Piramida (prva skupina). V drugi skupini je največji presežek donosnosti ustvaril vzajemni sklad SPD, medtem ko je vzajemni sklad Galileo zasedel zadnje mesto. Zmagovalec tretje skupine je bil vzajemni sklad Živa s 0,48% presežkom donosnosti.

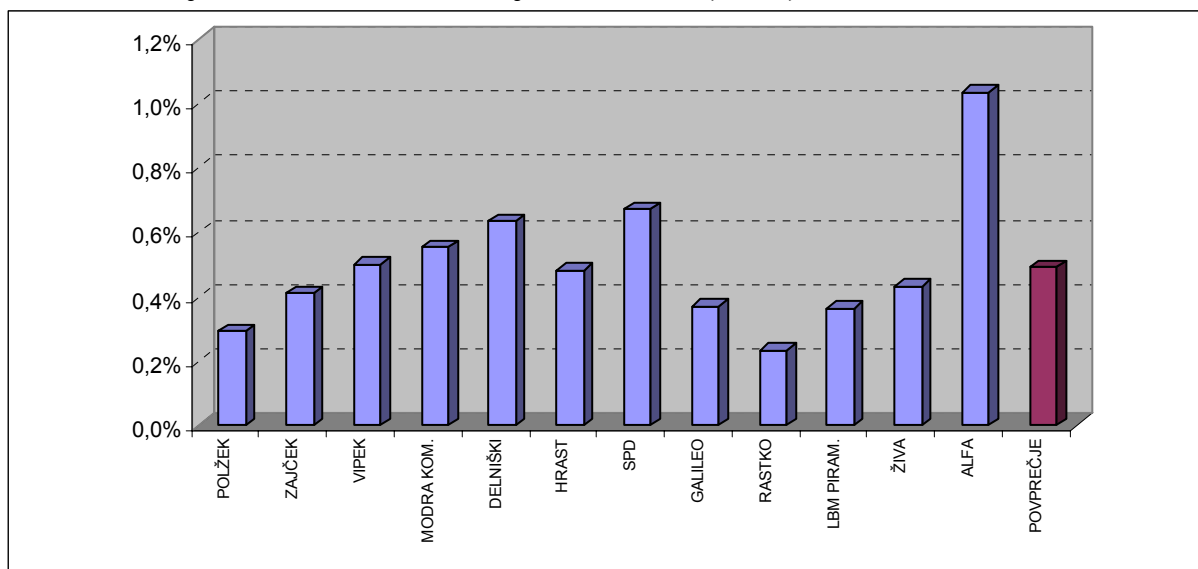
Slika 21: **Kazalci M² za posamezne vzajemne sklade glede na IPVS za obdobje 2000–2003 (v o. t.)**



Vir: Lastni izračuni.

Uspešnost aktivnega upravljanja vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003 s kazalci M² prikazuje slika 22. Znova je bil najboljše aktivno upravljan vzajemni sklad Alfa, ki je dosegel največji presežek mesečne donosnosti glede na »pasivno« upravljan sklad. S precejšnjim zaostankom za vzajemnim skladom Alfa sledi na drugem mestu vzajemni sklad SPD (druga skupina), na peto mesto pa se je prebil vzajemni sklad Vipek (prva skupina). Presenetljivo se je na zadnje mesto uvrstil vzajemni sklad Rastko (tretja skupina), ki je imel skoraj polovico manjšo presežno donosnost kot zmagovalec tretje skupine, tj. vzajemni sklad Živa.

Slika 22: Kazalci M^2 za posamezne vzajemne sklade glede na primerjalne indekse vzajemnih skladov v obdobju 2000–2003 (v o. t.)



Vir: Lastni izračuni.

7. PRIHODNJE DONOSNOSTI IZBRANIH SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV

Pretekle donosnosti in stroški vzajemnih skladov so za investitorja odločilni dejavnik pri izbiri sklada, saj ima največkrat na razpolago le tovrstne podatke. Vendar pa se pojavlja vprašanje, ali je možno s podatki o preteklih donosnostih napovedati prihodnje donosnosti vzajemnih skladov. Na to vprašanje je skušal odgovoriti Jensen, ko je analiziral uspešnost vzajemnih skladov v obdobju od leta 1945 do leta 1964, ter zaključil, da pretekla donosnost vzajemnih skladov ne more služiti za napovedovanje njihove donosnosti v prihodnje (Jensen, 1967, str. 415). V nasprotju z Jensenom pa so Hendricks, Patel in Zeckhauser (1990, str. 17) v analizi odprtih vzajemnih skladov v obdobju med letoma 1974 in 1987 ugotovili, da pri skladih, ki so v preteklem letu poslovali nadpovprečno, lahko tudi v bližnji prihodnosti (od enega do osmih četrtletjih) pričakujemo, da bodo ustvarili nadpovprečne donosnosti. Analiza je še pokazala, da so se vzajemni skladi, ki so v preteklem obdobju poslovali najslabše, slabo izkazali tudi v bližnji prihodnosti.

Tudi za proučevane slovenske vzajemne sklade bomo na enostaven način pogledali, ali lahko na osnovi pretekle uspešnosti napovedujemo njihov uspeh v prihodnje. Najprej bomo izračunali povprečne presežne mesečne donosnosti in Sharpove koeficiente dodatne donosnosti (SHP*) vzajemnih skladov glede na indeks povprečnega vzajemnega sklada (IPVS) za posamezna leta v obdobju 2000–2003. Nato bomo za posamezne dvoletne pare (2000–2001, 2001–2002, 2002–2003) izračunali še determinacijske koeficiente,¹² pri katerih bo povprečna presežna mesečna donosnost in povprečna presežna mesečna donosnost, prilagojena za tveganje, vzajemnih skladov v letu t neodvisna spremenljivka, povprečna

¹² Determinacijski koeficient izraža delež variance odvisne spremenljivke, ki je pojasnjena z vsemi neodvisnimi spremenljivkami, vključenimi v regresijski model. Vrednost determinacijskega koeficienta leži med nič in ena. Vrednost nič pomeni, da ni nikakršne odvisnosti med odvisno in neodvisnimi spremenljivkami. Vrednost ena pa kaže na to, da je odvisno spremenljivko možno v celoti pojasniti s pomočjo neodvisnih spremenljivk (Hrovatin, 1994, str. 60).

presežna mesečna donosnost in povprečna presežna mesečna donosnost, prilagojena za tveganje, vzajemnih skladov v letu $t+1$ pa odvisna spremenljivka. Determinacijski koeficienti so predstavljeni v prilogi 6 (str. X).

V tabelah 8 in 9 je najboljših pet vzajemnih skladov v posameznem letu, glede na določeno merilo, označenih z oranžno barvo polj. Iz tabele 8 lahko razberemo, da se nobenemu izmed proučevanih vzajemnih skladov ni uspelo vsa štiri leta obdržati med »zmagovalci«, tj. med najboljšimi petimi vzajemnimi skladi v posameznem letu glede na povprečno presežno mesečno donosnost. Najbolje se je odrezal vzajemni sklad Delniški (KBM-Infond), ki se je znašel med »zmagovalci« v treh proučevanih letih, vendar pa je leta 2002 pristal šele na devetem mestu. Poleg vzajemnega sklada Delniški pa se je še osmim drugim vzajemnim skladom uspelo dvakrat uvrstiti med »zmagovalce«, kar kaže na veliko razpršenost »zmagovalcev« v posameznih letih. Edina sklada, katerima se v proučevanem obdobju nikoli ni uspelo uvrstiti med »zmagovalce«, sta vzajemni sklad Polžek, ki ga upravlja Abančna DZU, in vzajemni sklad Hrast, ki ga upravlja KBM-Infond.

Tabela 8: Povprečna presežna mesečna donosnost vzajemnih skladov po posameznih letih glede na povprečne mesečne donosnosti indeksa povprečnega vzajemnega sklada (IPVS) v obdobju 2000–2003 (v o. t.), z dodanim rangom v oklepajih

Vzajemni sklad	Presežna mesečna donosnost 2000	Presežna mesečna donosnost 2001	Presežna mesečna donosnost 2002	Presežna mesečna donosnost 2003
POLŽEK	(9.) 0,371%	(12.) -0,113%	(11.) -0,235%	(10.) -0,053%
ZAJČEK	(10.) 0,350%	(9.) 0,158%	(5.) 0,597%	(5.) 0,139%
VIPEK	(5.) 0,550%	(8.) 0,342%	(10.) -0,145%	(4.) 0,156%
MODRA KOMBINACIJA	(6.) 0,517%	(10.) 0,047%	(3.) 0,782%	(1.) 0,397%
DELNIŠKI	(4.) 0,659%	(1.) 1,079%	(9.) 0,315%	(2.) 0,293%
HRAST	(8.) 0,428%	(7.) 0,450%	(6.) 0,577%	(7.) 0,065%
SPD	(2.) 0,871%	(3.) 0,817%	(8.) 0,449%	(9.) -0,003%
GALILEO	(11.) 0,051%	(2.) 0,866%	(2.) 0,986%	(6.) 0,098%
RASTKO	(12.) -0,169%	(6.) 0,460%	(1.) 1,045%	(3.) 0,224%
LBM PIRAMIDA	(3.) 0,820%	(11.) -0,061%	(12.) -0,873%	(8.) 0,021%
ŽIVA	(7.) 0,453%	(4.) 0,777%	(4.) 0,610%	(11.) -0,068%
ALFA	(1.) 1,962%	(5.) 0,698%	(7.) 0,534%	(12.) -0,141%

Vir: Lastni izračuni.

Glede na rezultate iz tabele 8 bi težko trdili, da so pretekle povprečne presežne mesečne donosnosti lahko merilo za prihodnje povprečne presežne mesečne donosnosti, saj vidimo, da med zmagovalci v posameznih letih ni velike kontinuitete. Hkrati pa smo tudi s pomočjo determinacijskih koeficientov pokazali, da je vpliv preteklih povprečnih presežnih mesečnih donosnosti na prihodnje povprečne presežne mesečne donosnosti zelo majhen. Ne moremo torej trditi, da bo vzajemni sklad, ki je dosegel nadpovprečno donosnost v enem letu, nadpovprečno donosen tudi v prihodnjem letu.

V tabeli 9 predstavljamo še povprečne presežne mesečne donosnosti, prilagojene za tveganje. Kot lahko vidimo, se je kar trem vzajemnim skladom (Alfa, Delniški, Modra kombinacija) uspelo trikrat prebiti med »zmagovalce«, vendar so v letu, ko se jim ni uspelo uvrstiti med najboljše, pristali med 9. in 12. mestom. Med »poraženca« lahko zopet uvrstimo vzajemna sklada Polžek in Hrast, saj se jima tudi po kriteriju povprečne presežne mesečne donosnosti, prilagojene za tveganje, v proučevanem obdobju ni uspelo prebiti med »zmagovalce«.

Tabela 9: Sharpovi koeficienti dodatne donosnosti za vzajemne sklade glede na indeks povprečnega vzajemnega sklada (IPVS) po posameznih letih v obdobju 2000–2003, z dodanim rangom v oklepajih

Vzajemni sklad	SHP* 2000	SHP* 2001	SHP* 2002	SHP* 2003
POLŽEK	(7.) 0,186	(12.) -0,048	(11.) -0,075	(11.) -0,027
ZAJČEK	(9.) 0,156	(9.) 0,063	(6.) 0,143	(5.) 0,055
VIPEK	(6.) 0,221	(7.) 0,159	(10.) -0,039	(3.) 0,073
MODRA KOMBINACIJA	(4.) 0,244	(10.) 0,019	(3.) 0,176	(1.) 0,164
DELNIŠKI	(5.) 0,242	(1.) 0,366	(9.) 0,072	(2.) 0,100
HRAST	(8.) 0,177	(6.) 0,187	(7.) 0,138	(7.) 0,026
SPD	(3.) 0,387	(2.) 0,293	(8.) 0,107	(9.) -0,001
GALILEO	(11.) 0,018	(3.) 0,268	(2.) 0,186	(6.) 0,037
RASTKO	(12.) -0,077	(8.) 0,150	(1.) 0,201	(4.) 0,072
LBM PIRAMIDA	(2.) 0,624	(11.) -0,037	(12.) -0,172	(8.) 0,014
ŽIVA	(10.) 0,137	(4.) 0,254	(5.) 0,155	(10.) -0,026
ALFA	(1.) 0,772	(5.) 0,230	(4.) 0,165	(12.) -0,077

Vir: Lastni izračuni.

Nizki determinacijski koeficienti tudi v primeru proučevanja vpliva preteklih povprečnih presežnih mesečnih donosnosti, prilagojenih za tveganje, na prihodnje povprečne presežne mesečne donosnosti, prilagojene za tveganje, pokažejo nizko odvisnost. Torej ne moremo trditi, da bo vzajemni sklad, ki je v nekem letu dosegal nadpovprečno, tveganju prilagojeno donosnost, glede na IPVS nadpovprečno uspešen tudi v naslednjem letu.

8. SKLEP

Za male investitorje so vzajemni skladi ugodnejša in varnejša oblika investiranja prihrankov v primerjavi z neposrednim investiranjem v vrednostne papirje na delniškem trgu, saj lahko na ta način, kljub relativno majhnim investiranim zneskom, dosežejo ustrezno mero razpršenosti in se tako izognejo nesistematičnemu delu tveganja. S povečevanjem števila in raznolikosti vrst vzajemnih skladov postaja izbira ustreznega sklada vedno težja, kar še posebej velja za tujino. Tudi v Sloveniji imamo že 25 vzajemnih skladov, ki se med seboj razlikujejo glede investicijskih politik, donosnosti, tveganj, provizij in stroškov.

Razlike med vzajemnimi skladi so posledica različnega upravljanja njihovega premoženja s strani družb za upravljanje. Bistvo upravljanja vzajemnih skladov je v izvajanju procesa investiranja, ki najprej zahteva določitev investicijske politike, nato na podlagi analize vrednostnih papirjev in investicijske politike ustrezno oblikovanje premoženja sklada, ki ga po potrebi spreminjajo, v zadnji fazi pa še oceno učinkovitosti upravljanja premoženja, in sicer tako z vidika njegove donosnosti kot tudi tveganja. Ne glede na organizacijsko strukturo vzajemnega sklada, uporabo bolj ali manj dovršenih kvalitativnih in kvantitativnih metod upravljanja, pa so še vedno upravljalci premoženja tisti, od katerih je najbolj odvisno, ali bo določen vzajemni sklad posloval uspešno tudi v daljšem časovnem obdobju. S pomočjo pridobljenega znanja in izkušenj upravljalci vzajemnih skladov poskušajo doseči nadpovprečne donosnosti v primerjavi s skladi, ki zasledujejo primerljive investicijske cilje.

Analiza uspešnosti upravljanja izbranih slovenskih vzajemnih skladov je pokazala, da je najbolje upravljan sklad vzajemni sklad Alfa, ki ga upravlja DZU Probanka, saj je dosegel daleč najboljše rezultate glede na vsa obravnavana merila uspešnosti. Ti rezultati so razumljivi, če vemo, da je vzajemni sklad Alfa dosegel največjo povprečno mesečno

donosnost (2,15%) ob relativno nizkem tveganju ($\sigma=2,79\%$). Relativno slabo sta se glede na merila uspešnosti upravljanja odrezala oba največja vzajemna sklada pri nas, vzajemni sklad Galileo in vzajemni sklad Rastko, ki ju upravlja KD Investments. Če primerjamo uspešnost upravljanja med vzajemnimi skladi s podobno investicijsko politiko, lahko ugotovimo, da je zmagovalec prve skupine vzajemni sklad Alfa, druge skupine vzajemna sklada Delniški in SPD, zmagovalec tretje skupine pa je vzajemni sklad Živa.

Z vidika povprečne donosnosti so vsi skladi, razen vzajemnega sklada LBM Piramida, presegli povprečne mesečne donosnosti indeksa povprečnega vzajemnega sklada (IPVS), medtem ko sta le dve tretjini proučevanih skladov »premagali« indeks trga SBI20. Na drugi strani lahko pri Sharповem koeficientu, ki meri donosnost, prilagojeno za tveganje, ugotovimo, da so vsi proučevani skladi presegli IPVS, le enemu skladu pa ni uspelo preseči donosnosti, prilagojene za tveganje, slovenskega trga delnic.

Proučevani vzajemni skladi so bili glede na vsa obravnavana merila uspešnejši od posameznih primerjalnih indeksov vzajemnih skladov, ki predstavljajo »pasivno« upravljane sklade, kar dokazuje, da so bili uspešni pri aktivnem upravljanju, ne pa tudi, da je bila uspešnost dejansko rezultat uspešne izbire naložb oziroma tržnega tempiranja.

Glede na rezultate enostavne analize napovedovanja prihodnje donosnosti vzajemnih skladov lahko ugotovimo, da tako za povprečno presežno mesečno donosnost kot tudi za povprečno presežno mesečno donosnost, prilagojeno za tveganje, doseženo v enem proučevanem letu, ne moremo trditi, da vplivata na uspešnost sklada tudi v naslednjem letu.

LITERATURA

1. Androjna Roman: Vzajemnim skladom se z novim zakonom obetajo (še) lepši časi. *Finance*, Ljubljana, 10(2002), 177, str. 20.
2. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: *Investments*. New York : McGraw-Hill, 1999, 967 str.
3. Bogle John C.: *Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for The Intelligent Investor*. New York : Richard D. Irwin, Inc., 1994. 320 str.
4. Dermol Tina: *Zakladne menice in referenčna obrestna mera*. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 42 str.
5. Dimovski Vlado: *Bančništvo*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996, 74 str.
6. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: *Temelji bančništva*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
7. Fabozzi Frank J.: *Pension Fund Investment Management*. New Hope : Frank J. Fabozzi Associates, 1997, 301 str.
8. Fama E.F., French K.R.: The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, B.k., 1992, junij, str. 427–465.
9. Francis Jack C., Ibbotsen Roger: *Investments: A Global Perspective*. Upper Saddle River : Prentice Hall, 2002. 885 str.
10. Fredman Albert J.: *How Mutual Funds Work*. New York : New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
11. Hendricks Darryll, Patel Jayendu in Zeckhauser Richard J.: *Hot Hands in Mutual Funds: The Persistence of Performance, 1971–87*. Working paper. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 1990. 37 str.
12. Hrovatin Nevenka: *Ocenjevanje funkcije povpraševanja*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 86 str.
13. Jensen Michael C.: The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964. *The Journal of Finance*, New York, 23(1967), 2, str. 389–416.
14. Ladava Primož: *Nov pristop k metodam tehnične analize na slovenskem borznem trgu (1)*. *Bančni vestnik*, Ljubljana, 48(1999), 1–2, str. 45–50.
15. Logue Dennis E. & Rader Jack S.: *Managing Pension Plans*. Boston : Harvard Business School Press, 1997. 409 str.
16. Mastnak Simon: *Vlagatelji v vzajemce v konfliktu z lastniki DZU*. *Finance*, Ljubljana, 12(2004), 4, str. 11.

17. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Učno gradivo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 125 str.
18. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
19. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
20. Narayan Rao Sagar: Performance Evaluation of Indian Mutual Funds.
[URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=433100], 13.10.2003.
21. Prohaska Zdenko: Investicijski skladi (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 11, str. 7–10.
22. Rugg Donald D.: The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds. Homewood (Ill.) : Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
23. Sharpe William F., Alexander Gordon J., Bailey Jeffery V.: Investments. Upper Saddle River : Prentice hall, 1999. 962 str.
24. Strong Robert A.: Portfolio Construction, Management, and Protection. Thomson, 2003, 652 str.
25. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 126 str.
26. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji–(ne)uspeh in za koga. Postojna : Dej, 1999. 421 str.

VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. Letno poročilo Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2002.
[URL: <http://www.a-tvp.si>], marec 2004.
2. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
[URL: <http://www.ljse.si>], februar 2004.
3. Ministrstvo za finance.
[URL: <http://www.sigov.si/mf/slov/menice/rezultat.html>], februar 2004.
4. Slovenski spletni servis vzajemnih skladov.
[URL: <http://www.vzajemci.com>], februar 2004.
5. Supermarket vzajemnih skladov.
[URL: <http://www.skladi.com>], februar 2004.

6. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) (Uradni list RS, št. 6/94).
7. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS, št. 110/02).
8. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/94).
9. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov.
[URL: <http://www.zdu-giz.si>], marec 2004.

PRILOGE

PRILOGA 1

Klasifikacija vzajemnih skladov glede na naložbeno politiko skladov

1. Vzajemni skladi delnic

Delniški vzajemni skladi investirajo zbrane prihranke vlagateljev v lastniške VP oziroma delnice, kar pomeni, da sta njihovo delovanje in uspešnost odvisna predvsem od delniškega trga. Pri nalaganju zbranega premoženja v VP igra pomembno vlogo investicijska politika vsakega posameznega sklada. Različne vrste delniških vzajemnih skladov nalagajo v različne kakovostne razrede delnic, kar seveda vpliva na tveganje in donosnost posameznega vzajemnega sklada. Med delniškimi vzajemnimi skladi ločimo dve glavni skupini, in sicer splošne sklade delnic in druge delniško orientirane sklade. Med splošne delniške sklade sodijo:

- **skladi agresivne rasti** – s svojo investicijsko politiko skušajo maksimirati rast vrednosti kapitala, zato so poznani tudi kot skladi maksimalnega dobička. Takšni skladi so precej tvegani, vendar pa po drugi strani omogočajo doseganje visokih oziroma nadpovprečnih donosov;
- **skladi malih podjetij** – politika teh skladov je precej podobna politiki skladov agresivne rasti, le da so njihove naložbe bolj konzervativne. Sredstva vlagajo v majhna in ozko usmerjena podjetja z velikim potencialom;
- **skladi rasti** – so manj tvegani od prejšnjih dveh skupin, vendar se zanje še vedno pričakuje nadpovprečna rast kapitala. Skladi rasti investirajo v večja uveljavljena podjetja, ki imajo možnost hitrega razvoja, ter v delnice, ki so podcenjene;
- **skladi rasti in dobička** – investirajo v dobro stoječa podjetja, za katera se v prihodnosti pričakujejo visoki kapitalski dobički. Investitorji v takšne sklade pričakujejo stalen pritek dohodka in relativno visoke donose pri nizkem tveganju;
- **lastniško-dobičkovni skladi** – tveganje pri naložbah v tovrstne sklade je med splošnimi skladi delnic najmanjše. Investira se v kvalitetna javna, industrijska in finančna podjetja. Cilj teh skladov je doseganje nadpovprečnih donosov.

Med druge delniško orientirane sklade pa sodijo:

- **specializirani skladi** – njihove naložbe so usmerjene na posamezno geografsko področje, posamezno panogo ali pa v posamezne finančne instrumente. Tveganost naložb vanje je bistveno večja kot pri ostalih podobnih skladih, kajti možnost velikih in nenadnih sprememb je precejšnja;
- **sektorski skladi** – usmerjeni so na določeno gospodarsko panogo oziroma sektor na kapitalskem trgu in so tako še bolj specializirani. Tveganje je nekoliko višje zaradi neupoštevanja sektorske diverzifikacije;
- **indeksni skladi** – svoje premoženje nalagajo v VP, ki sestavljajo določene tržne indekse. Prednost te vrste skladov je v tem, da imajo nižje stroške, saj niso aktivno upravljani. Njihovi donosi in tveganje so primerljivi s tržnimi;
- **mednarodni skladi** – naložbena politika je usmerjena predvsem na tuje trge kapitala. Premoženje je precej diverzificirano, kar se odraža v manjšem tveganju padca cen delnic, vendar pa tovrstni skladi zato nosijo državno, devizno in likvidno tveganje.

2. Vzajemni skladi obveznic

Obvezniški vzajemni skladi imajo svojo aktivo naloženo v dolžniških vrednostnih papirjih podjetij in držav. Tako večino njihovih dohodkov predstavljajo obresti, medtem ko so kapitalski dobički manjši. Vzajemne sklade obveznic lahko opredelimo tudi kot konzervativne, saj so v primerjavi z delniškimi skladi manj donosni, a hkrati manj tvegani in bolj stabilni.

Za investitorje je zelo pomembno vprašanje obdavčitve vzajemnih skladov obveznic, zato jih v skladu s tem kriterijem lahko delimo na obdavčene in neobdavčene (Fredman, 1993, str. 23–45). Med obdavčene vzajemne sklade obveznic sodijo:

- **skladi podjetniških obveznic** – večji del premoženja nalagajo v podjetniške obveznice, preostanek pa predstavljajo državne obveznice. Ti skladi se ločijo glede na kakovost obveznic podjetij, od česar je odvisna tudi stopnja tveganja;
- **skladi državnih obveznic** – vlagajo predvsem v državne obveznice, preostali del pa predstavljajo hipotekarne obveznice in vrednostni papirji agencij, ki jih izdajajo državne organizacije. Stopnja tveganja je nizka, saj je država prvovrsten plačnik, zato pa so nižji tudi donosi;
- **skladi z rokom dospelosti** – velik delež predstavljajo obveznice brez kuponov, ki ne prinašajo obresti in se kupujejo po diskontirani ceni. Cena obveznic se skozi čas povečuje, dokler se ob roku dospelosti ne izenači z nominalno. Prav tako se s povečevanjem cene obveznic povečuje VEP sklada;
- **skladi hipotekarnih obveznic** – v skladu so obveznice, ki so zavarovane s hipoteko na nepremičninah in imajo dvojno jamstvo, tako za pravočasnost plačila kot za primer bankrota;
- **mednarodni skladi obveznic** – investicijska politika je usmerjena na mednarodni trg kapitala, kjer sredstva vlagajo v državne in kakovostne podjetniške obveznice. Cilj sklada so obresti in porast vrednosti kapitala na osnovi tečajnih razlik.

Med neobdavčene sklade obveznic pa sodijo:

- **nacionalni skladi občinskih obveznic** – pojavljajo se na ameriškem trgu in investirajo v občinske obveznice v različnih zveznih državah. Prednost teh skladov je predvsem v neobdavčitvi obresti in pa velika geografska razpršenost;
- **skladi občinskih obveznic** – tudi ti skladi se pojavljajo na ameriškem trgu, vendar pa investirajo le v občinske obveznice ene same zvezne države. Tako je tveganje teh skladov večje kot pri nacionalnih skladih občinskih obveznic. Prebivalci te države pa so oproščeni plačila državnega, zveznega ali celo lokalnega davka iz obresti;
- **skladi visoko donosnih obveznic** – investirajo v obveznice slabše bonitete oziroma kakovosti, zato jih v praksi imenujejo tudi »junk«¹³ skladi. Ponavadi imajo takšne obveznice višje obresti, daljši rok dospelja in visoko stopnjo tveganja.

¹³ Sklade visoko donosnih obveznic imenujemo tudi »junk« skladi, kar v angleščini pomeni »slabše blago«. Vsebujejo pretežno obveznice brez investicijskega ratinga ali z najnižjo oceno, ki še sodi v investicijski rating (BBB oziroma Baa) in so visoko tvegani, saj pri njih verjetnost neporavnave obveznosti eksponentno narašča s padanjem njihove kreditne ocene.

3. Mešani vzajemni skladi

Med mešane sklade spadajo vsi tisti vzajemni skladi, ki imajo svoje premoženje naloženo v delnice, obveznice in kratkoročne VP, kar pomeni, da so ti skladi dobro diverzificirani. Premoženje mešanega vzajemnega sklada se najbolj približa tržnemu premoženju. V to skupino vzajemnih skladov spada več kategorij skladov, kot so:

- **uravnoteženi skladi** – značilnost teh skladov je, da se njihova struktura naložb ne spreminja. Običajno imajo razmerje med delnicami in obveznicami 3:2. V premoženju tovrstnih skladov so visoko kakovostne obveznice in delnice podjetij ter državne obveznice;
- **zamenljivi skladi** – svoj kapital vlagajo v zamenljive VP (prednostne delnice ali obveznice), ki jih lahko zamenjajo za vnaprej znano število navadnih delnic istega izdajatelja;
- **skladi alokacije sredstev** – svoje premoženje nalagajo v delnice in obveznice, poleg tega pa še v druga sredstva, ki so po svoji likvidnosti dober ekvivalent denarju. Stalno ali nestalno razmerje med različnimi naložbami določi ustanovitelj sklada;
- **družine skladov** – to so skladi, ki imajo med svojimi naložbami druge vzajemne sklade z različnimi investicijskimi politikami. Takšni skladi prinašajo stabilne donosnosti pri nizkem tveganju.

4. Vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev

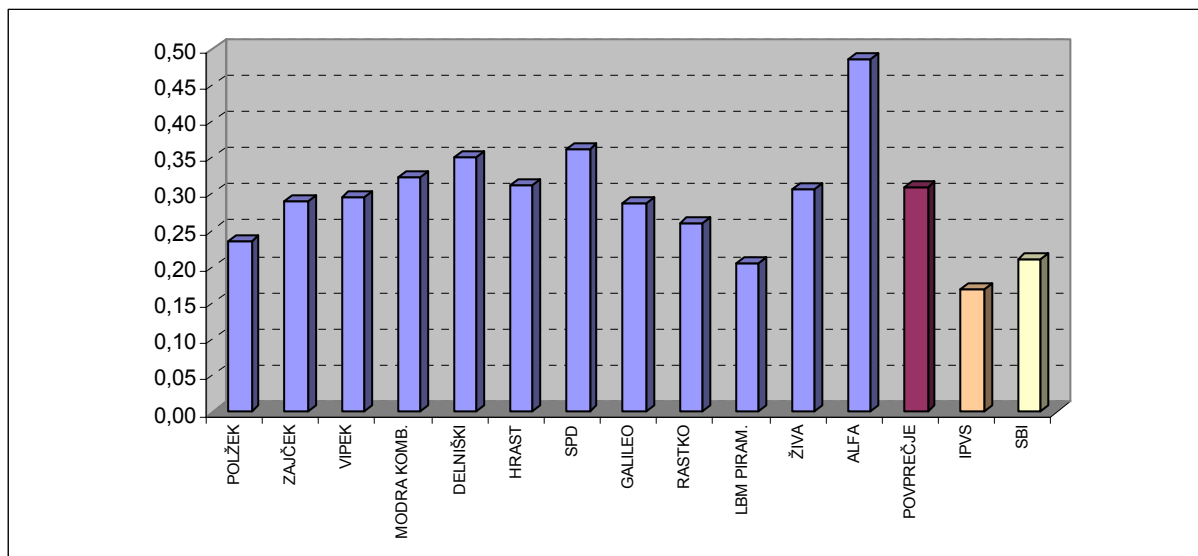
Vzajemni skladi kratkoročnih VP ali skladi denarnega trga vlagajo zbrane prihranke investitorjev v kratkoročne VP, kot so bančna potrdila o vlogi, bančni akcepti, državne zakladne menice, komercialni zapisi podjetij in drugi instrumenti denarnega trga. So edina oblika vzajemnih skladov, ki so namenjeni kratkoročnemu investiranju. Naložbe v denarne sklade so v primerjavi z drugimi manj tvegane, poleg tega pa so visoko likvidne. Delimo jih na obdavčene in neobdavčene sklade, odvisno od tega, v katere VP sklad vlaga svoja sredstva:

- **obdavčeni skladi** – v to skupino sodijo skladi državnih kratkoročnih VP;
- **neobdavčeni skladi** – svoja sredstva vlagajo v različne kratkoročne občinske zapise z dospeljem med 2 in 4 meseci.

PRILOGA 2

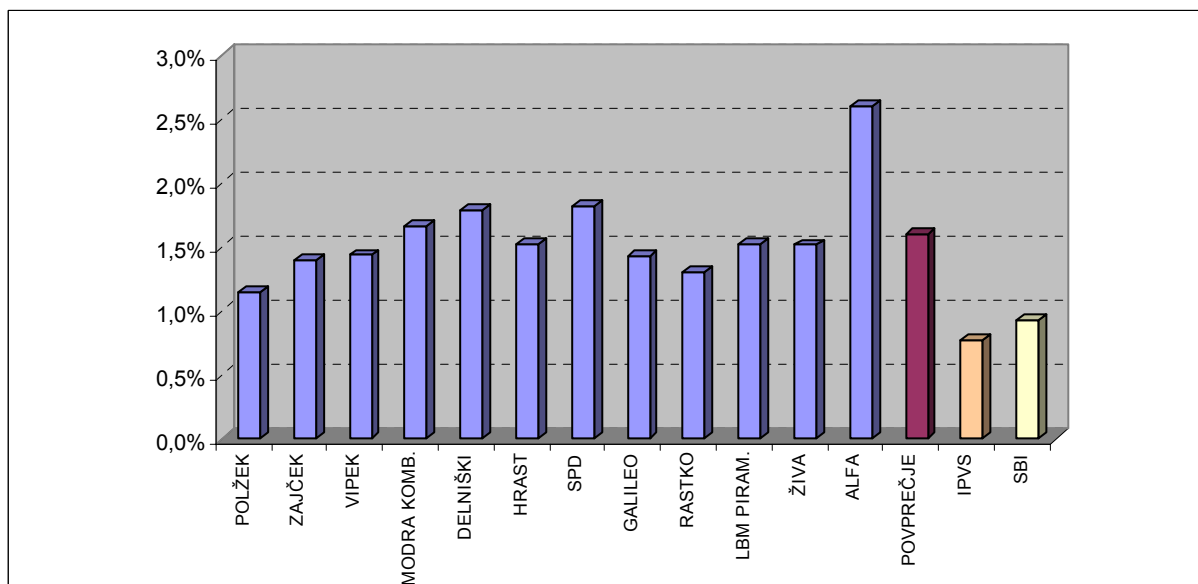
Merila uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov glede na SBI20 v obdobju 2000–2003

Slika 1: Sharpovi koeficienti za posamezne vzajemne sklade glede na SBI20 v obdobju 2000–2003



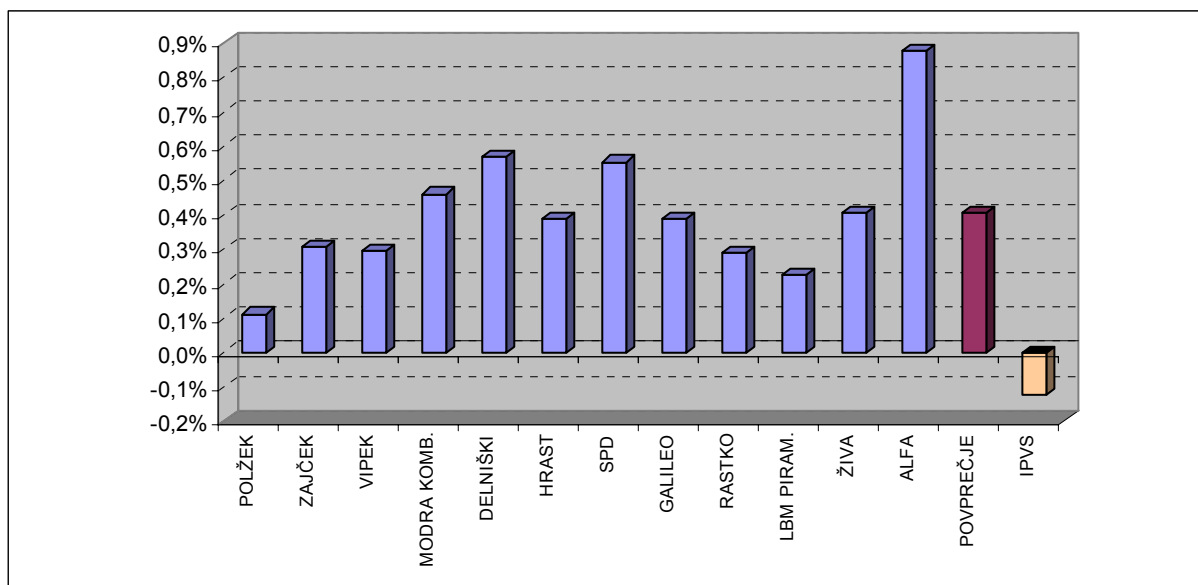
Vir: Lastni izračuni.

Slika 2: Treynorjevi koeficienti za posamezne vzajemne sklade glede na SBI20 v obdobju 2000–2003



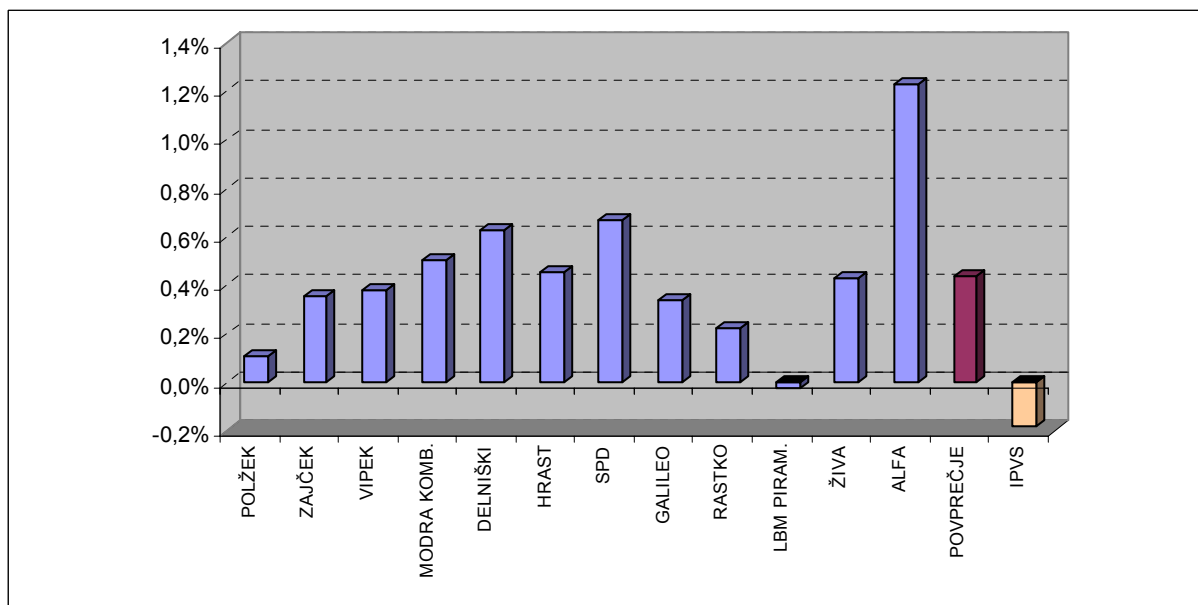
Vir: Lastni izračuni.

Slika 3: Jensenovi koeficienti za posamezne vzajemne sklade glede na SBI20 v obdobju 2000–2003



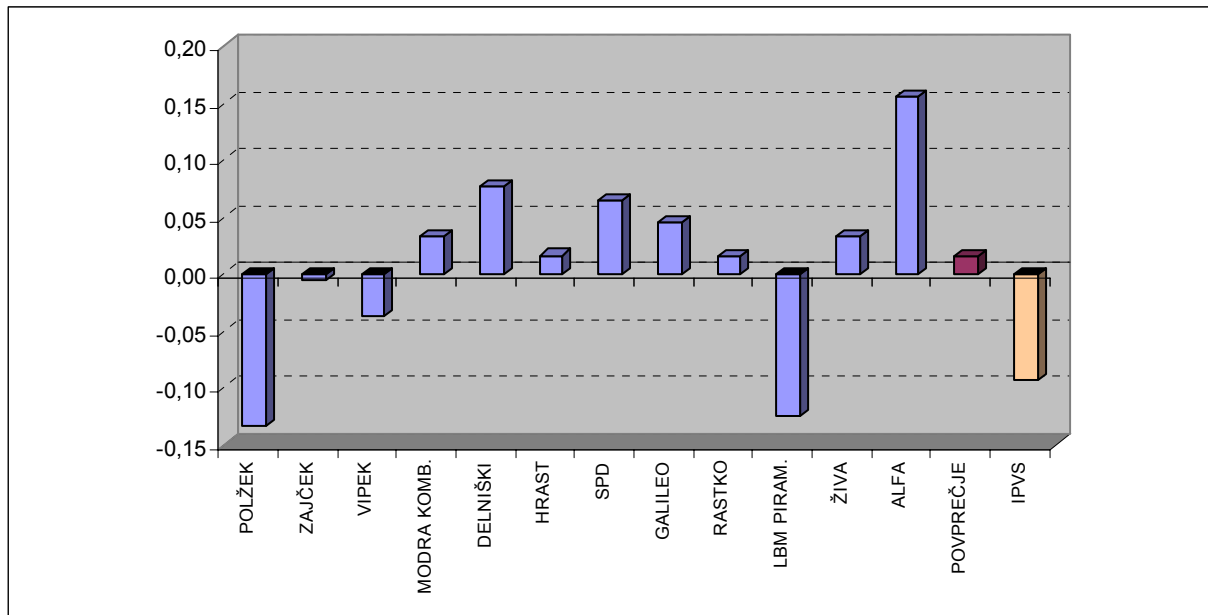
Vir: Lastni izračuni.

Slika 4: Kazalci M^2 za posamezne vzajemne sklade glede na SBI20 v obdobju 2000–2003



Vir: Lastni izračuni.

Slika 5: Sharpovi koeficienti dodatne donosnosti za posamezne vzajemne sklade glede na SBI20 v obdobju 2000–2003

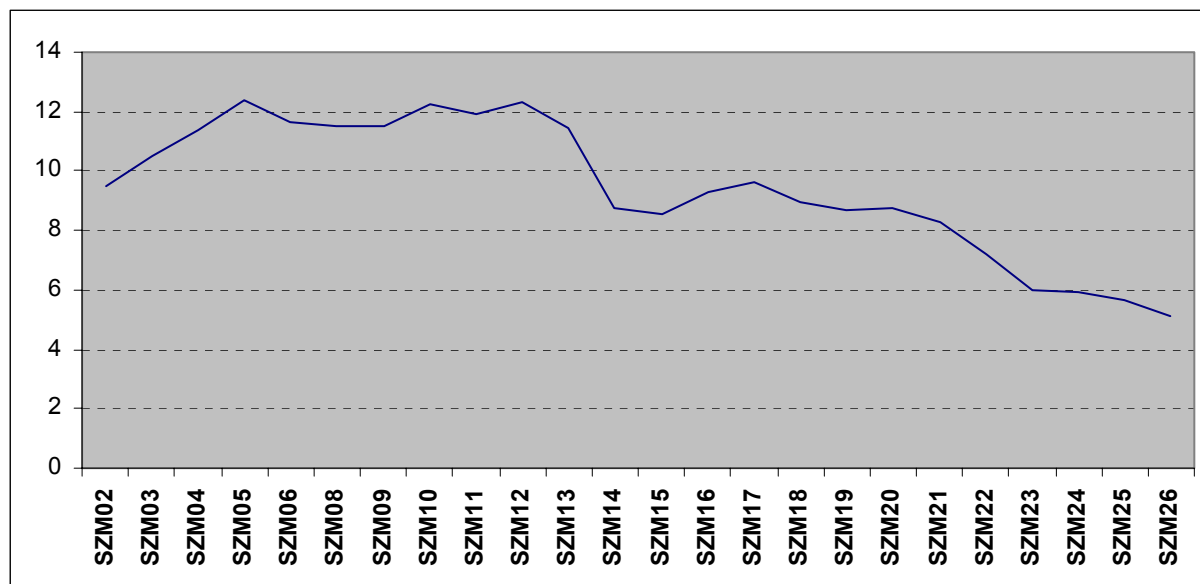


Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 3

Obrestne mere šestmesečnih zakladnih menic

Slika 6: Gibanje letnih obrestnih mer šestmesečnih zakladnih menic v obdobju od konca leta 1999 do konca leta 2000 (v %)



Vir: Ministrstvo za finance [URL: <http://www.sigov.si/mf/slov/menice/rezultat.html>], 2004.

PRILOGA 4

Indeksi in mesečne (odstotne) spremembe SBI20, BIO, IPVS in povprečja vzajemnih skladov

Mesec	SBI20		BIO		IPVS		POVPREČJE VS	
jan.00	100,00	0,00%	100,00	0,00%	100,00	0,00%	100,00	0,00%
feb.00	103,31	3,31%	98,36	-1,64%	102,26	2,26%	101,46	1,46%
mar.00	97,72	-5,41%	98,14	-0,22%	97,85	-4,31%	99,56	-1,87%
apr.00	94,68	-3,11%	97,87	-0,27%	95,40	-2,51%	97,83	-1,74%
maj.00	94,10	-0,61%	98,45	0,57%	95,06	-0,36%	97,43	-0,41%
jun.00	90,47	-3,86%	97,88	-0,56%	92,06	-3,16%	95,74	-1,74%
jul.00	89,36	-1,23%	97,00	-0,89%	90,99	-1,16%	96,52	0,82%
avg.00	92,30	3,30%	98,42	1,42%	93,63	2,90%	98,44	1,99%
sep.00	93,41	1,20%	98,18	-0,24%	94,46	0,89%	99,70	1,28%
okt.00	89,95	-3,71%	98,84	0,66%	91,84	-2,78%	97,71	-2,00%
nov.00	92,52	2,86%	99,38	0,54%	94,01	2,37%	99,66	2,00%
dec.00	95,20	2,90%	99,59	0,21%	96,20	2,33%	102,43	2,77%
jan.01	99,33	4,34%	99,81	0,21%	99,53	3,46%	106,86	4,33%
feb.01	102,77	3,46%	100,68	0,88%	102,42	2,91%	106,29	-0,53%
mar.01	99,00	-3,67%	100,39	-0,29%	99,40	-2,95%	105,72	-0,53%
apr.01	95,38	-3,66%	100,22	-0,17%	96,51	-2,92%	103,66	-1,96%
maj.01	94,15	-1,29%	100,61	0,39%	95,61	-0,93%	103,93	0,27%
jun.01	97,98	4,07%	100,50	-0,11%	98,65	3,18%	107,98	3,89%
jul.01	99,95	2,01%	100,69	0,19%	100,25	1,62%	109,70	1,59%
avg.01	105,56	5,61%	100,73	0,04%	104,69	4,43%	116,49	6,18%
sep.01	109,53	3,76%	100,92	0,19%	107,83	3,00%	120,77	3,67%
okt.01	109,18	-0,31%	100,73	-0,19%	107,52	-0,29%	120,99	0,18%
nov.01	112,01	2,59%	100,89	0,16%	109,75	2,07%	124,31	2,75%
dec.01	117,50	4,91%	101,30	0,41%	114,08	3,95%	129,58	4,24%
jan.02	117,83	0,28%	100,53	-0,76%	114,15	0,06%	129,54	-0,04%
feb.02	120,96	2,66%	99,83	-0,71%	116,36	1,94%	135,70	4,76%
mar.02	122,23	1,05%	99,28	-0,54%	117,19	0,71%	137,81	1,56%
apr.02	139,08	13,78%	99,52	0,24%	129,97	10,90%	150,25	9,02%
maj.02	149,47	7,47%	99,88	0,35%	137,71	5,96%	159,46	6,13%
jun.02	161,72	8,19%	99,97	0,09%	146,62	6,47%	168,10	5,42%
jul.02	152,71	-5,57%	99,66	-0,30%	140,10	-4,45%	164,05	-2,41%
avg.02	155,46	1,80%	99,17	-0,49%	141,94	1,32%	164,96	0,56%
sep.02	176,88	13,78%	99,76	0,59%	157,52	10,97%	182,29	10,50%
okt.02	177,14	0,14%	99,96	0,20%	157,76	0,15%	183,94	0,91%
nov.02	188,79	6,58%	100,91	0,95%	166,25	5,38%	194,27	5,61%
dec.02	184,78	-2,12%	101,38	0,47%	163,64	-1,57%	195,29	0,53%
jan.03	183,85	-0,50%	101,98	0,60%	163,20	-0,27%	194,58	-0,36%
feb.03	183,56	-0,16%	103,11	1,13%	163,39	0,11%	194,87	0,15%
mar.03	179,11	-2,42%	104,64	1,53%	160,80	-1,58%	192,27	-1,33%
apr.03	176,25	-1,60%	105,12	0,48%	158,94	-1,16%	190,61	-0,87%
maj.03	174,93	-0,75%	105,22	0,10%	158,04	-0,57%	191,90	0,68%
jun.03	174,05	-0,51%	105,24	0,03%	157,42	-0,39%	192,18	0,14%
jul.03	168,85	-2,99%	105,55	0,31%	153,82	-2,29%	190,75	-0,74%
avg.03	172,89	2,39%	105,96	0,41%	156,86	1,97%	195,87	2,69%
sep.03	189,27	9,48%	105,93	-0,03%	168,55	7,45%	207,04	5,70%
okt.03	198,92	5,10%	107,00	1,07%	175,70	4,24%	211,30	2,06%
nov.03	203,54	2,32%	107,10	0,09%	178,95	1,85%	216,41	2,42%
dec.03	218,75	7,47%	108,04	0,95%	189,83	6,08%	227,95	5,33%
dec.03* ¹⁴	216,36	-1,09%	107,86	-0,18%	188,13	-0,90%	227,43	-0,23%

Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev [URL: <http://www.ljse.si>], 2004; supermarket vzajemnih skladov [URL: <http://www.skladi.com>], 2004; lastni izračuni.

¹⁴ Obdobje dec.03* traja od 03.12.2003 do 30.12.2003.

PRILOGA 5

Investicijska politika vzajemnega sklada Alfa

Naložbena politika je uravnotežena, usmerjena v izbiro vrednostnih papirjev in denarnih sredstev po načelih varnosti, donosnosti in likvidnosti, za kar upravljavec skrbi s primerno razpršitvijo premoženja. Pri oblikovanju naložbene politike mora upravljavec upoštevati določila ZISDU-1, še posebno določila V. poglavja zakona.

Posebni vzajemni sklad Alfa je sklad ravnotežja. Upravljavec izbira med naložbami s stalnim donosom (instrumenti denarnega trga, obveznice, prednostne delnice), ki predstavljajo najmanj 40% premoženja, in naložbami z variabilnim donosom (navadne delnice), ki tvorijo največ 60% premoženja.

Največ 70% vseh naložb posebnega vzajemnega sklada bodo predstavljale naložbe v VP, ki jih izda ali za katere jamči Republika Slovenija, pri čemer bodo te naložbe sestavljene iz najmanj petih različnih izdaj, posamezna izdaja pa ne bo presegala 35% vseh naložb »posebnega« vzajemnega sklada.

Naložbe s fiksnim donosom se praviloma ne bodo obračale znotraj enega leta. Naložbe z gibljivim donosom, predvsem delnice manjših podjetij, se bodo z namenom doseganja kapitalskih dobičkov obrnile večkrat na leto.

PRILOGA 6

Determinacijski koeficienti

POVPREČNA PRESEŽNA MESEČNA DONOSNOST

SUMMARY OUTPUT 2000–2001

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,141244705
R Square	0,019950067
Adjusted R Square	-0,078054927
Standard Error	0,004092351
Observations	12

SUMMARY OUTPUT 2001–2002

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,489624453
R Square	0,239732105
Adjusted R Square	0,163705315
Standard Error	0,005058448
Observations	12

SUMMARY OUTPUT 2002–2003

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,282321305
R Square	0,079705319
Adjusted R Square	-0,012324149
Standard Error	0,001586787
Observations	12

SHARPOVI KOEFICIENTI DODATNE DONOSNOSTI

SUMMARY OUTPUT 2000–2001

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,090411719
R Square	0,008174279
Adjusted R Square	-0,091008293
Standard Error	0,140111598
Observations	12

SUMMARY OUTPUT 2001–2002

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,507030779
R Square	0,257080211
Adjusted R Square	0,182788232
Standard Error	0,108074125
Observations	12

SUMMARY OUTPUT 2002–2003

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,148611092
R Square	0,022085257
Adjusted R Square	-0,075706218
Standard Error	0,06703884
Observations	12

Slovarček tujih izrazov

aggressive growth funds – skladi agresivne rasti

bond mutual funds – dolžniški ali obvezniški vzajemni skladi

Capital Asset Pricing Model – model določanja cen dolgoročnih naložb

conservative growth funds – skladi zadržane rasti

equity mutual funds – lastniški ali delniški vzajemni skladi

hybrid mutual funds – mešani vzajemni skladi

junk funds – skladi visoko donosnih obveznic

load funds – skladi z vstopno in izstopno provizijo

market timing – tržno tempiranje

moderate growth funds – skladi zmerne rasti

money market mutual funds – vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev ali skladi denarnega trga

no-load funds – skladi brez vstopne in izstopne provizije

stock picking – izbira naložb