

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA USPEŠNOSTI RAZLIČNIH PORTFELJEV VZAJEMNIH
SKLADOV GLEDE NA ROČNOST NALOŽB**

Ljubljana, maj 2012

PRIMOŽ OŽURA

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Primož Ožura, Študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor diplomskega dela z naslovom Analiza uspešnosti različnih portfeljev vzajemnih skladov glede na ročnost naložb, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem Markom Hočevarjem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. L. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Umiverze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v diplomskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. L. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega diplomskega dela lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne

Podpis avtorja:

KAZALO

KAZALO TABEL.....	1
UVOD	1
1 ZGODOVINA VZAJEMNIH SKLADOV PRI NAS.....	4
1.1 Nastajanje VS v Sloveniji.....	4
1.2 Tri finančne krize v Sloveniji	5
2 DELITEV VZAJEMNIH SKLADOV	9
2.1 Delitev glede na naložbeno politiko	9
2.2 Tveganje in odnos do tveganja	12
2.2.1 Delitev glede na lestvico tveganja	13
2.2.2 Delitev vlagateljev glede na njihov odnos do tveganja	14
3 ANALIZA	14
3.1 Analiza enoletnega vlaganja.....	15
3.2 Analiza triletnih vlaganj	23
3.3 Analiza petletnih vlaganj	30
3.4 Komentar analize.....	35
SKLEP.....	36
LITERATURA IN VIRI	38

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Zgodovina števila vlagateljev v VS v Sloveniji</i>	6
<i>Slika 2: Zgodovina spreminjanja čiste vrednosti VS v Sloveniji</i>	7
<i>Slika 3: Zgodovina spreminjanja čiste vrednosti VS v Evropi</i>	8
<i>Slika 4: Količina registriranih VS v Sloveniji glede na naložbeno politikov %.....</i>	10
<i>Slika 5: Razporeditev sredstev po skladih glede na naložbeno politiko v Sloveniji v %.....</i>	11
<i>Slika 6: Razporeditev sredstev po skladih glede na naložbeno politiko v Evropi v %.....</i>	11
<i>Slika 7: Vpliv razpršenosti na tveganje premoženja</i>	12

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Letne rasti vrednosti enot premoženja posameznih skladov razporejenih po ocenah tveganja od leta 2002 do leta 2011</i>	16
<i>Tabela 2: Povprečja in odstotek pozitivnih enoletnih obdobj</i>	18
<i>Tabela 3: Uspešnost različnih portfeljev v enoletnih obdobjih.....</i>	21
<i>Tabela 4: triletne rasti vrednosti enot premoženja posameznih skladov razporejenih po ocenah tveganja od leta 2002 do leta 2011</i>	23
<i>Tabela 5: povprečja in odstotek pozitivnih triletnih obdobj</i>	25
<i>Tabela 6: Uspešnost različnih portfeljev v triletnih obdobjih.....</i>	27
<i>Tabela 7: petletne rasti vrednosti enot premoženja posameznih skladov razporejenih po ocenah tveganja od leta 2002 do leta 2011</i>	30
<i>Tabela 8: Povprečja in odstotek pozitivnih petletnih obdobj.....</i>	32
<i>Tabela 9: Uspešnost različnih portfeljev v triletnih obdobjih.....</i>	34

UVOD

Vzajemni sklad je sestavljen portfelj delnic, obveznic ali drugih vrednostnih papirjev, s katerimi upravljajo strokovno usposobljeni upravljavci (Fredman & Wiles, 1993). Raziskava analitske agencije Morningstar je pokazala, da je optimalno število skladov v portfelju med 7 in 9, večino ciljev pa je mogoče doseči s 4 do 5 skladi (Gregor Beguš & Klemen Koncilja, 2010). Pri taki količini skladov pa moramo portfelj upravljati in ne le vložiti denar in nanj pozabiti, misleč da usposobljeni upravljavci delajo tudi to za vsakega posameznika posebej.

Slovenska zakonodaja je slovenskim vzajemnim skladom do konca leta 2002, ko je bil sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št. 110/2002, v nadaljevanju ZISDU-1) zapovedovala, da morajo najmanj 90 % sredstev vlagati v slovenske vrednostne papirje, kar posledično pomeni, da slovenski vlagatelj ni čutil poka Ameriškega tehnološkega balona, ki je spustil delniške tečaje za 50 %. Zaradi odprtja naložbenih politik pa smo čutili nov globalni bikovski trend, ki je sledil. Tako je logično, da slovenski vlagatelj ni bil navajen na negativen donos, ampak samo na nadpovprečne donose, večje tveganje mu je samo pomenilo večje donose. V bolj razvitih državah je zgodba precej drugačna, saj so delniški trgi v stoletni zgodovini videli precej kriz, recesij in medvedjih trendov, zato se tam vlagatelji zavedajo tveganj veliko bolj in od večjih tveganj pričakujejo večja nihanja (Jerman, 2009)

Slovenski vlagatelji so se na krizo odzvali predvsem z zmanjšanjem vplačil in dvigovanjem denarja iz vzajemnih skladov ne pa tudi s spremembo naložbenih navad oziroma nagnjenosti k tveganju. To nam kaže delež sredstev v vzajemnih skladih, ki je ves čas ostal skoraj nespremenjen. V Sloveniji prevladujejo vlaganja v delniške sklade, saj je v letu 2010 zajemajo 64 % vseh sredstev vloženi v vzajemne sklade, da je nagnjenost k tveganju še bolj očitna vidimo v tem, da je 30 % sredstev vloženi v mešane sklade, v ostalih pa je delež zanemarljiv. Evropski vlagatelji so se na krizo odzvali popolnoma drugače, in sicer z zmanjšanjem deleža vlaganja v delniške sklade in povečevanjem deleža v denarnih vzajemnih skladih, s čimer so vlagatelji poskušali zavarovati relativno vrednost svojih naložb. Že v začetku krize pa so imeli zelo lepo uravnotežen portfelj (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2011, v nadaljevanju ATVP). V tem lahko vidimo določeno finančno neizobraženost slovenskega vlagatelja, saj se ne prilagaja drastičnim spremembam razmer na trgu, kot je gospodarska in finančna kriza, kaj šele spremembam na osebnem nivoju. To lahko pripišemo tudi neizkušenosti slovenskega vlagatelja, saj se je v Sloveniji ustanovil prvi vzajemni sklad Galileo šele januarja 1992. V večjem obsegu pa se s skladi ukvarjamo šele v zadnjih letih, medtem ko na primer na zahodu poznajo sklade v večjem obsegu že polnih 50 let.

Namen diplomske naloge je raziskati, kakšna nagnjenja k tveganju veljajo pri nas in zakaj. Kot glavni namen pa je raziskati načine upravljanja z vzajemnimi skladi, za doseg ciljev, ki si jih zastavimo. Znano je, da je treba vsakemu cilju prilagoditi svoj portfelj, ker pa je ciljev preveč, da bi za vsakega raziskoval najprimernejši način, sem cilje razdelil na kratkoročne, srednjeročne in dolgoročne. Za kratkoročna vlaganja štejem tista, ki so dolga 1 leto, za dolgoročna vlaganja tista, ki trajajo vsaj 5 ali več let, to pa zato, ker vse družbe za upravljanje za svoje delniške sklade priporočajo vsaj to dobo. Ker pa imamo tudi cilje, ki jih želimo doseči tudi prej kot v petih letih, sem se odločil, da v analizo vključim tudi vmesno dobo, ta je tri leta. S to delitvijo pa lahko prilagodimo portfelj vzajemnih skladov skoraj vsakemu cilju vlaganja in varčevanja ne glede na dobo.

Cilj diplomske naloge pa je s pomočjo analize rezultatov različnih portfeljev skladov, ugotoviti najugodnejše kombinacije, glede na tveganost skladov, za doseg ciljev. Vsak portfelj bom sestavil iz skladov istega upravljavca, zaradi ugodnejšega upravljanja s skladi, saj slovenska zakonodaja omogoča prenos sredstev med skladi istega krovnega sklada, brez plačevanja davka na kapitalski dobiček.

Diplomska naloga je sestavljena iz štirih glavnih delov. V prvem delu bom predstavil kratko zgodovino vlaganja pri nas in v Evropi, saj je to zelo pomembno za nagnjenost k tveganju pri izbiri vzajemnih skladov. V razvitih gospodarstvih so namreč naložbe veliko bolj konzervativne, kot pa v manj razvitih.

V drugem delu bom opredelil vzajemne sklade glede na naložbeno politiko in jih razdelil po lestvici tveganosti skladov. Opredelitev tveganja je za mojo diplomsko nalogo še posebej pomembna, saj je to osnova mojega dela.

V tretjem delu se bom posvetil predstavitvi in analizi pretekle uspešnosti vzajemnih skladov treh največjih upravljavcev v Sloveniji. To so Triglav DZU s 23,3 % vseh sredstev v upravljanju, KD Skladi z 18,3 % in NLB skladi s 16,8 % (ATVP, 2011). Razdelil jih bom glede na naložbeno politiko in tveganost in jih združil s povprečno donosnostjo v okviru enakih tveganj, saj me s stališča raziskave zanima v kakšen in koliko tvegan sklad naj vlagamo in ne v točno kateri sklad. Tako pa bom tudi dobil podlago za sestavljanje portfeljev, ki jih bom seveda sestavljal v okviru posameznega upravljavca, zaradi naše zakonodaje o krovnem skladu in tako skušal dobiti zmagovito kombinacijo skladov, pri doseganju določenih ciljev.

Investicijski sklad je kolektivni naložbeni podjem, katerega edini namen je, da javno zbira premoženje in ga v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko nalaga v različne vrste naložb v izključno korist imetnikov enot tega investicijskega sklada. Investicijski sklad je lahko odprt, kar pomeni, da je mogoče njegove enote na zahtevo imetnika unovčiti in izplačati iz sredstev sklada, oziroma investicijski sklad, za katerega je kako drugače zagotovljeno, da je cena, po kateri se z njegovo enoto trguje na organiziranem trgu, ves čas enaka njeni izračunani vrednosti oziroma se od nje bistveno ne razlikuje. Investicijski sklad pa je lahko

zaprt, kar pomeni, da ne izpolnjuje katerega od pogojev odprtega sklada, ta delitev je po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št. 77/2011, v nadaljevanju ZISDU-2).

Vzajemni sklad je vrsta odprtega investicijskega sklada. Njegov namen je nalaganje sredstev vlagateljev v vrednostne papirje in druga likvidna finančna sredstva po načelu razpršitve tveganj. Njegovo premoženje je razdeljeno na enote premoženja vrednost enote premoženja pa je enaka čisti vrednosti vzajemnega sklada, deljena s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku.. Enote premoženja so izplačljive na zahtevo vlagatelja po dnevni vrednosti. Upravlja ga družba za upravljanje izključno v korist imetnikov enot premoženja. Vzajemni sklad lahko oblikuje samo družba za upravljanje, ki je pridobila dovoljenje nadzornega organa, v Sloveniji je to Agencija za trg vrednostnih papirjev. Pomembno je opredeliti tudi krovni sklad, ki je vzajemni sklad, sestavljen iz dveh ali več podskladov, ki so oblikovani kot ločeno premoženje (ZISDU-2; ATVP, 2011).

Ker so vzajemni sklad lahko sestavljeni iz delnic, obveznic, kratkoročnih vrednostnih papirjev in denarnih vlog, je pomembno opredeliti tudi te pojme.

Delnica je lastniški vrednostni papir, ki daje imetniku določene premoženjske pravice(dividende), pravico glasovanja na skupščini delničarjev in pravico do ustreznega dela premoženja po likvidaciji ali stečaju izdajatelja. Višina dividend je odvisna od uspešnosti poslovanja delniške družbe, ki je delnice izdala. Imetnik lahko tržne delnice praviloma kadar koli proda po dnevni tržni ceni. Naložbe v delnice so povezane z večjimi tveganji, ki so posledica nihanja tečajev. Glede na pravice iz delnic se delnice delijo na navadne(redne) in prednostne(ugodnostne). Prednostne delnice so delnice, ki zagotavljajo imetnikom prednost pri izplačilu dobička in pri izplačilu ob likvidaciji družbe. Praviloma pa te delnice ne prinašajo glasovalnih pravic (ATVP, 2009).

Obveznica je dolgoročni dolžniški vrednostni papir, s katerim se izdajatelj (tj. država, lokalna skupnost, finančna institucija ali podjetje) obveže, da bo imetniku obveznice v enkratnem znesku ali več obrokih vrnil vplačani znesek in tudi določen znesek obresti. Imetniki obveznic so praviloma upravičeni do fiksnega izplačila obresti, ne glede na poslovni rezultat izdajatelja. Obveznica je praviloma manj tvegana od delnice. Največje tveganje pri obveznici je v tem, da lahko izdajatelj zapade v plačilne težave in ni sposoben izplačati dela ali celotne glavnice oziroma obresti. Pred nakupom je zato treba preveriti boniteto izdajatelja (ATVP, 2009).

Zakladne menice so nematerializirani, serijski, imenski, prenosljivi, kratkoročni državni vrednostni papirji. Po dospelosti jih lahko delimo na eno-, tri-, šest- in dvanajstmesečne. Ob izdaji vlagatelj vplača diskontni znesek, ob zapadlosti pa dobi izplačan nominalni znesek zakladne menice (ATVP, 2009).

Blagajniški zapis je podobno kot zakladna menica diskontni vrednostni papir, ki se glasi na določen denarni znesek, z določenim rokom dospelosti in določeno obrestno mero. Blagajniške zapise izdaja bodisi centralna banka, in sicer kot način uravnavanja količine

denarja v obtoku, bodisi poslovne banke namenom zbiranja likvidnostnih viškov pravnih in fizičnih oseb. Imetnik ob dospelosti dobi vrnjeno glavnico, na katero je vrednostni papir normiran (ATVP, 2009).

1 ZGODOVINA VZAJEMNIH SKLADOV PRI NAS

1.1 Nastajanje VS v Sloveniji

V Sloveniji so se prvi vzajemni skladi pojavili že kmalu po osamosvojitvi. Prve sklade so opravljale borzno posredniške družbe ali oddelki investicijskega bančništva v bankah. Leta 1991 sta Tomaž Butina in Vlado Ogorevc ustanovila družbo PM&A, ki se je ukvarjala s finančnim posredništvom in trgovanjem z vrednostnimi papirji. V okvirju podjetja je tako Tomaž Butina 1.1.1992 uresničil svojo idejo o prvem Slovenskem Investicijskem Skladu, ki se je 1994 poimenoval Galileo. Kasneje ga je nekaj časa upravljala Beta Invest, od 16.03.1996 pa Kmečka družba, ki se je 16.07.2001 preimenovala v KD Investments oziroma KD Sklade. (KD Skladi)

Pred sprejetjem zakonodaje (ZISDU) leta 1994, začela je veljati 13.03.1994, ki bi v Sloveniji urejala to področje je Galileo še istega leta, kot je bil ustanovljen dobil konkurenco v LBM Piramidi, ki ga upravlja Maksima, v naslednjem letu so bili ustanovljeni še trije skladi in v letu sprejetje zakonodaje, vendar še pred sprejetjem, še osem. Tako je pri nas delovalo že 13 vzajemnih skladov preden je Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje zapovedal, da morajo vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje. V letu 1994 pa je bil sprejet še en zakon, in sicer Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Ur.l. RS, št 6/94), ki je ustanovil Agencijo za trg vrednostnih papirjev, z nalogo nadzora nad ustanavljanjem vzajemnih skladov in delovanjem družb za upravljanje. Po sprejetju teh omejitev se je omejilo tudi željo po ustanavljanju skladov in je bilo tako od leta 1995 do 2003 ustanovljenih le 11 skladov, eden pa je bil celo likvidiran. Zadnje spremembe pa so dodane v Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje-ZISDU-2, ki je stopil v veljavo 28.09.2011.

Trenutno je v Sloveniji v register dovoljenj za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov, ki ga vodi ATVP, vpisanih 13 družb za upravljanje in 139 Vzajemnih skladov slovenskih upravljalcev (ATVP, 2011).

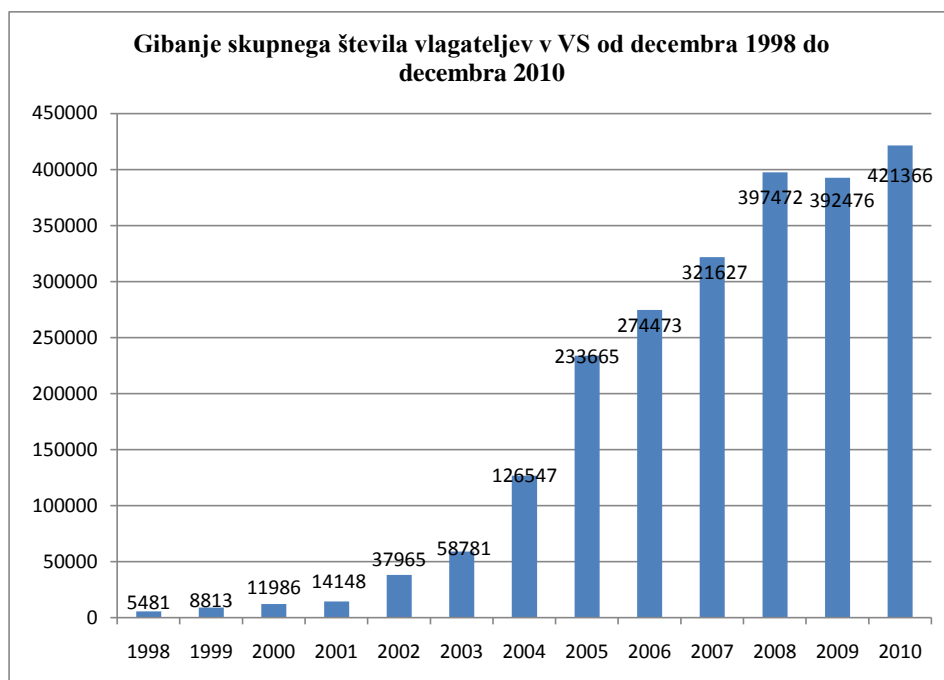
1.2 Tri finančne krize v Sloveniji

Prva večja afera na slovenskem finančnem trgu se je zgodila že zelo kmalu, ta sega v leto 1996 in jo imenujemo afera Dadas. Zanj sta poskrbela zakonca Sadar s svojo borzno-posredniško hišo Dadas. Na še povsem sveži Ljubljanski borzi sta se med prvimi začela ukvarjati z vzajemnimi skladi. Med leti 1993 in 1995 je delnica Dabasa ob minimalnem prometu dosegla ne slutene višave, ker pa je bila povsem nelikvidna je ni bilo mogoče prodati, razen po precej nižji ceni na sivem trgu. V letu 1996 so v prvih treh mesecih tečaji določenih borznih delnic strmo naraščali zaradi povečanega povpraševanja po delnicah s strani vzajemnih skladov Proficie Dadas. Povečano povpraševanje je temeljilo na izjemno visokih prilivih denarnih sredstev v te vzajemne sklade. V obdobju od decembra 1995 do marca 1996 so neto pritoki sredstev v te vzajemne sklade znašali 1.418 milijona tolarjev, medtem ko so v tem obdobju neto pritoki v vse vzajemne sklade znašali 1.430 milijona tolarjev. Umetno napihovanje cen in donosa vrednostnih papirjev preko mehanizma medsebojnega trgovanja in manipulacije cen vrednostnih papirjev je marca 1996 končala Agencija za trg vrednostnih papirjev z omejitvijo naložbe v vzajemne sklade in odvzemanjem dovoljenja za upravljanje družbi Proficie Dadas (ATVP, 1996).

Druga finančna kriza, ki se je zgodila v Sloveniji pa je nastopila 1999, ob 10-letnici obstoja Ljubljanske borze. To mednarodno krizo pa Slovenci nismo čutili v pravem pomenu besede, saj nas je praktično obšla, zaradi ukrepov takratnega guvernerja Banke Slovenije Franceta Arharja. Uvedel je omejitve povezane z investiranjem nerezidentov in tako poskrbel da so prevladujoča gibanja na mednarodnih trgih obšla Slovenijo, tako da se pri nas delnice niso pocenile, ampak le niso rasle. Dokončno pa si je borza opomogla šele 01.07.2001, ko so bile odpravljene vse omejitve za borzno trgovanje tujih investitorjev (ATVP, 2002).

Za začetek tretje finančne krize, ki se je začela in nato razširila po vsem svetu velja stečaj do tedaj četrte največje ameriške investicijske banke Lehman Brothers, ki se je zgodil 15.09.2008. Kriza v Ameriki je bila do tedaj sicer že v polnem teku, tako je stečaj banke pravzaprav povzročila velika izpostavljenost hipotekarnim kreditom, saj so dobivali kredite vsi, ne glede na zmožnost odplačevanja. Hipotekarni krediti pa niso bili problem vse do leta 2006, ko je nepremičninski trg cvetel, v letu 2007 pa je bilo zaplenjenih že 1,3 milijona hiš, v letu 2008 pa kar 2,3 milijona, tako se je do septembra 2008 cena hiš in stanovanj spustila za 20 % v primerjavi s cenami v letu 2006. Na dan stečaja banke pa je Indeks Dow Jones izgubil 500 točk, kar je bil do tedaj največji enodnevni padec od 11.09.2001, kar je mobiliziralo ves svet. Kriza pa še vedno traja. (Stečaj, ki je označil začetek svetovne finančne krize, 2010)

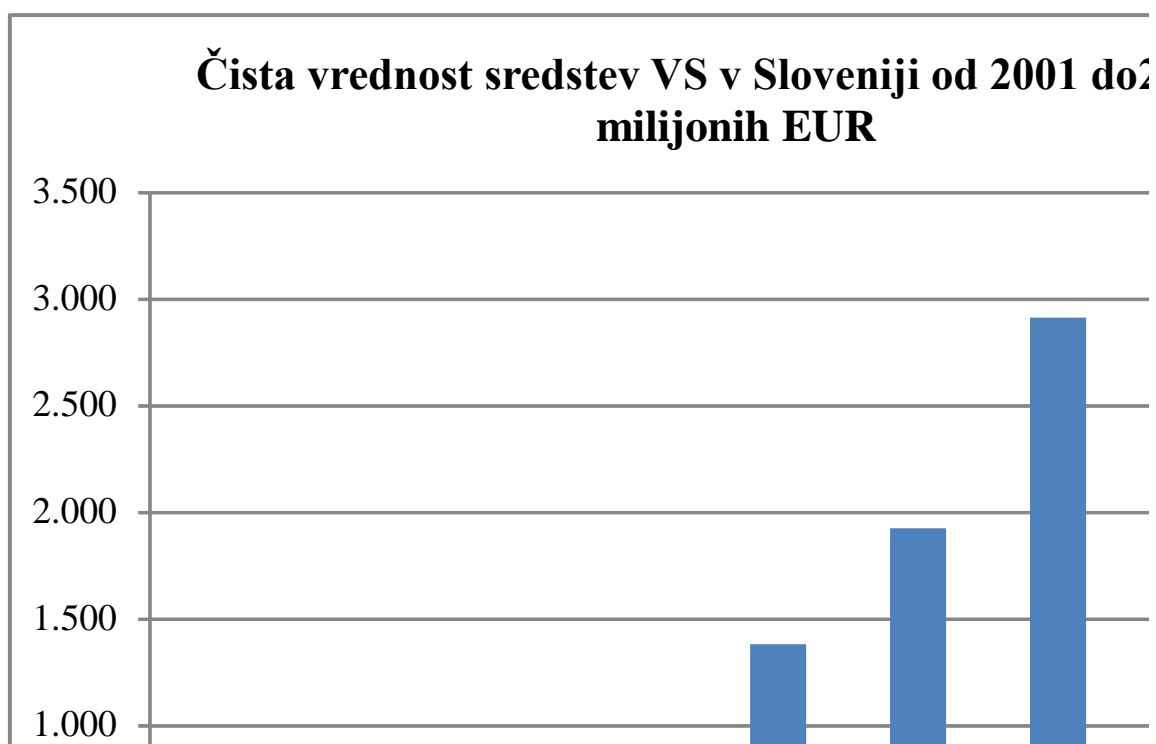
Slika 1: Zgodovina števila vlagateljev v VS v Sloveniji



Vir: ATVP, Poročilo o stanju na trgu VP v letu 2005, Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov 2010

Na sliki 1 je lepo razvidno kako narašča število pristopnih izjav pri slovenskih vzajemnih skladih po posameznih letih, kar lahko pripišemo visokim donosom v preteklosti predvsem pa razvoju trga vzajemnih skladov. Edini padec števila vlagateljev leta 2009 lahko pojasni padec vrednosti praktično vseh VS leto prej, ker je to bila posledica odziva na te krizne razmere. Po drugi strani pa gre zasluga za nenehno rast spremenjenim varčevalnim navadam ljudi, ki vse pogosteje svoje prihranke iz nizko donosnih bančnih vlog, vlagajo v vzajemne sklade.

Slika 2: Zgodovina spreminjanja čiste vrednosti VS v Sloveniji

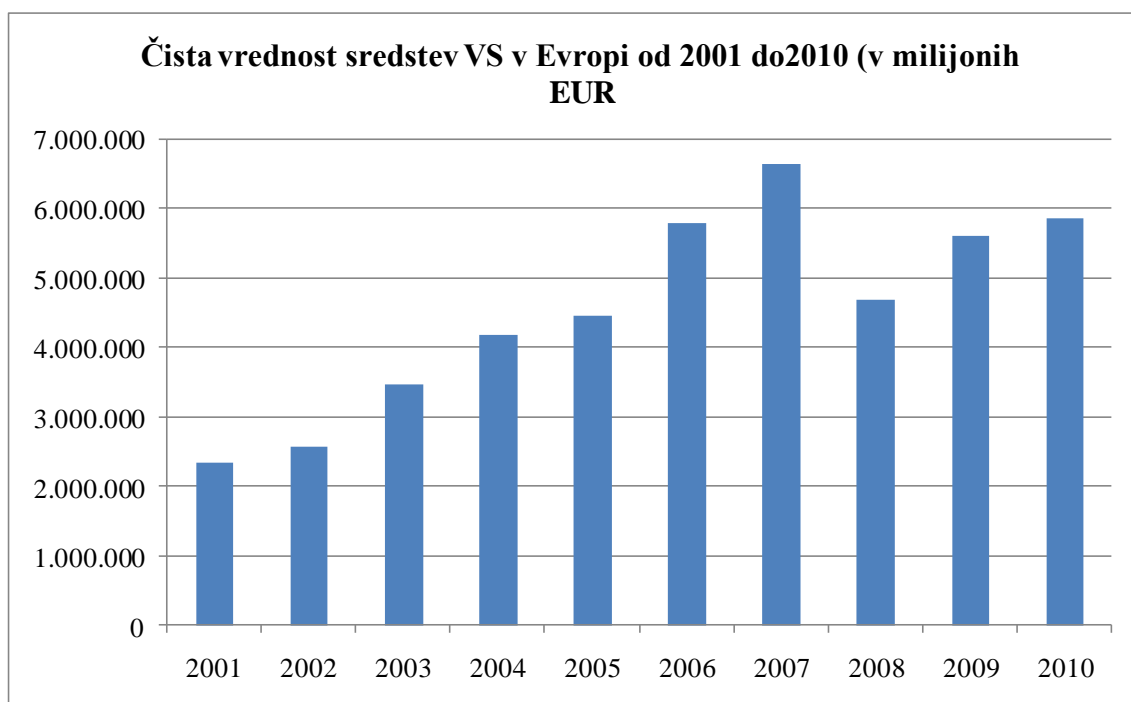


Legenda: Podatki do 31.12.2006 so preračunani po tečaju zamenjave 1 EUR = 239,64 SIT.

Vir: ATVP, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2010

Na Sliki številka 2 lahko vidimo hitro rast čiste vrednosti sredstev VS, kar je odraz tako rasti števila vlagateljev, ki jih vidimo na Sliki številka 1, kot rasti vrednosti vzajemnih skladov. V letu 2009 je na zgornji sliki v nasprotju s prejšnjo sliko, vidna rast. To rast, kljub padcu števila vlagateljev v tem letu, nam razloži odboj vrednosti VS po prvih velikih padcih na finančnih trgih.

Slika 3: Zgodovina spreminjanja čiste vrednosti VS v Evropi



Legenda: Podatki so preračunani po tečaju 1 EUR = 1,3492 USD na dan 01.12.2011

Vir: Investment Company Institute, 2006 Investment Company Fact Book, 46th edition, 2011 Investment Company Fact Book, 51st edition

Kot vidimo na slikah 2 in 3 so trendi povečevanja in padanja čiste vrednosti med Slovenijo in Evropo zelo podobni. Največja razlika je seveda pri katerih vrednostih se nahajata Slovenija in Evropa v letu 2001. Tako je odstotna rast v Sloveniji bistveno višja, kar nam potrjuje zgodovinske razloge in pozen razvoj trga vzajemnih skladov pri nas. Pri nas je tako v letu 2010 v VS glede na BDP manj kot 6 % denarja, medtem ko je v Nemčiji to razmerje okoli 10 %, v Italiji okoli 11 %, v Franciji pa že kar neverjetnih 60 %. Lahko torej rečemo, da se gibljemo v pravo smer, a dejstvo je, da se bomo morali gibati hitreje kot ostale države, če jih bomo želeli uloviti. Za razvoj tega trga in višanje vložkov v vzajemne sklade imamo tako še veliko prostora in nekako ga bomo morali zapolniti (Trading economics, 2011).

2 DELITEV VZAJEMNIH SKLADOV

2.1 Delitev glede na naložbeno politiko

Vzajemne sklade največkrat delimo glede na njihovo naložbeno strukturo, saj je to tudi najpomembnejša delitev, ki nam že v osnovi pove kako velika nihanja lahko pričakujemo. Da pa je ta delitev kar najbolj pregledna in dejansko omogoča točno primerjavo vzajemnih skladov je ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev) sprejela sklep, da bo pri razvrščanju skladov v posamezne kategorije upoštevala mednarodno uveljavljen klasifikacijski standard EFC (The European Fund Classification), to je za enkrat le priporočilo agencije, ki pa se trudi to uvesti kot standard. Naj omenim le en primer zakaj je to tako pomembno, pri nas na primer lahko označimo sklad kot delniški že takrat, ko ga sestavlja le 75 % delež vrednostnih papirjev.

Delitev po EFC klasifikaciji (The European Fund and Asset Management Association, 2008):

-Delniški skladi (Equity):

vsaj 85 % sklada morajo sestavljati lastniški VP

-Obvezniški skladi (Bond):

vsaj 90 % sklada mora biti sestavljenega iz VP s fiksnim donosom, v denarne in ostale naložbe pa ne sme vlagati več kot 10 %

-Denarni skladi (Money Market):

sklad ne sme biti sestavljen iz denarnih instrumentov, ki so vezani dlje kot 1 leto

-Mešani skladi (Mixed), ki ji delimo še na:

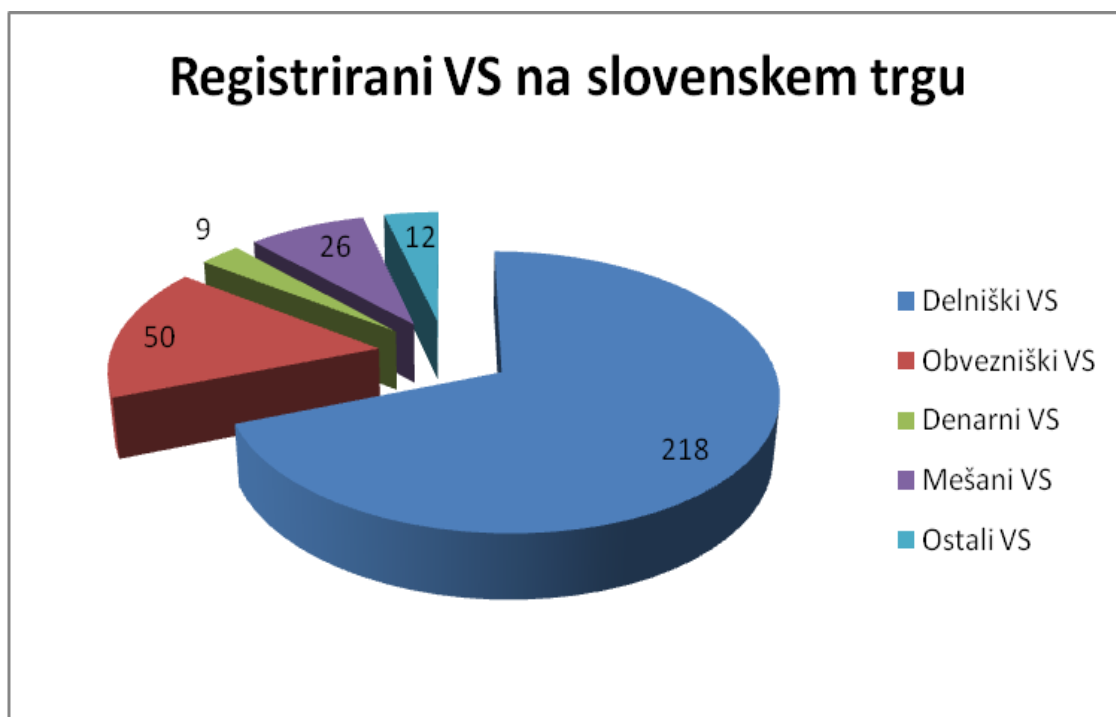
-konzervativne (Defensive), ki morajo v svoji sestavi imeti manj kot 35 % lastniških VP

-uravnovežene (Balanced), ki imajo v svoji sestavi med 35 % in 65 % lastniških VP

-dinamične (Dynamic), ki so sestavljeni iz več kot 65 % lastniških VP

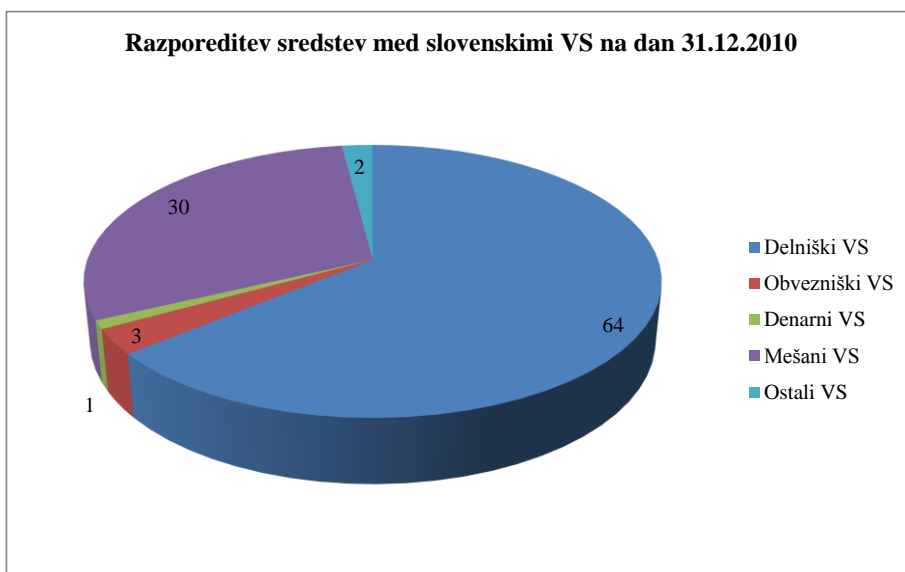
-fleksibilne mešane (Flexible Mixed Funds), ki za določeno dobo lahko vlagajo v karkoli tudi 100 % zneskov

Slika 4: Količina registriranih VS v Sloveniji glede na naložbeno politikov %



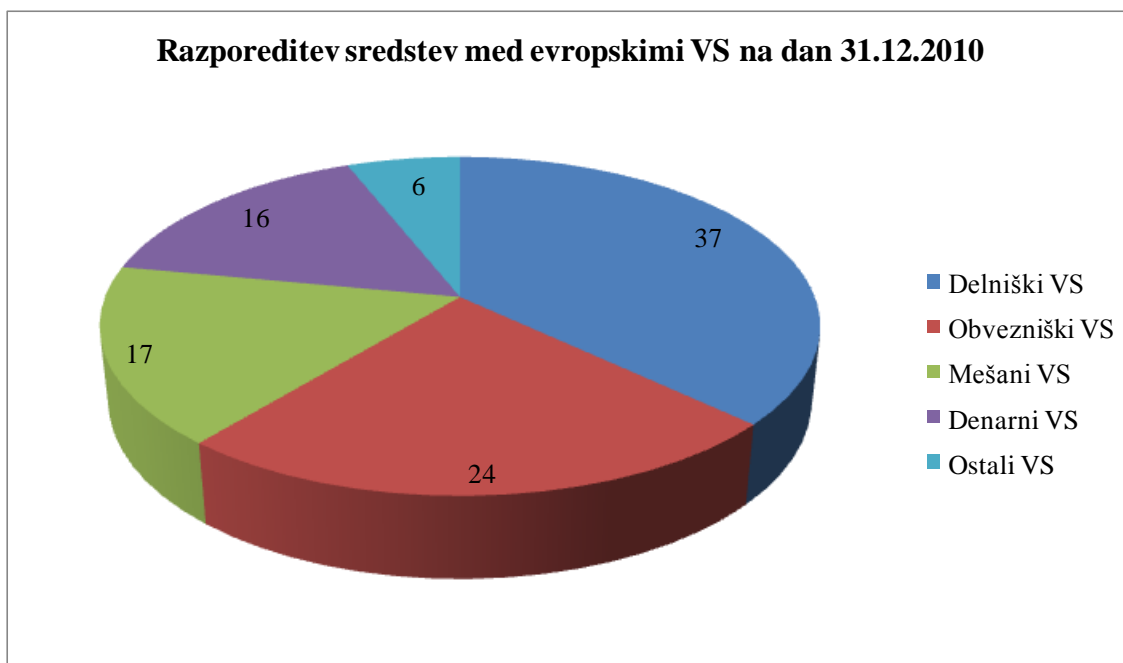
Kot vidimo na zgornjem grafu, Slika 4 imamo veliko večje število delniških skladov kot pa ostalih. To niti ni presenetljivo, saj je delnic ogromno. Je pa zanimivo iz stališča vlagatelja, ki se odloča za vlaganje. Če se odločamo za sestavo portfelja 5 skladov, kar velja za število, ki naj bi zadoščala za doseg skoraj vsakega cilja, pri eni DZU je povsem logično da bomo imeli pretežno delniški portfelj, kar lahko vidimo na spodnjem grafu, Slika 5, drugačnega portfelja si pri nas skoraj ne moremo sestaviti, če si ga sestavljamo v okviru ene družbe za uparvljanje. Tako imata na primer dva največja DZU-ja v Sloveniji Triglav Skladi in KD Skladi po dva nedelniška sklada, Triglav je drugega ustanovil šele 05.10.2011, kar pomeni, da ta sklad praktično ne vpliva na trenutno sestavo portfeljev v Sloveniji, tretja največja družba za upravljanje NLB Skladi pa le enega.

Slika 5: Razporeditev sredstev po skladih glede na naložbeno politiko v Sloveniji v %



Vir: ATPV, Poročilo o stanju in razmerah na trgu FI 2010

Slika 6: Razporeditev sredstev po skladih glede na naložbeno politiko v Evropi v %



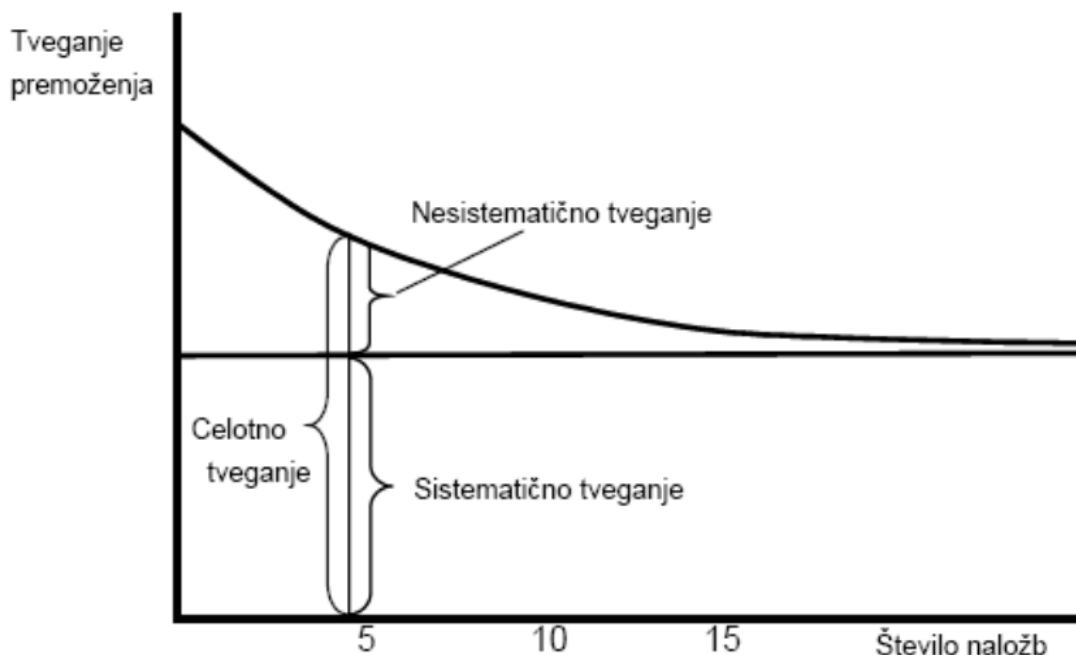
Vir: ATPV, Poročilo o stanju in razmerah na trgu FI 2010

Na zgornjih dveh grafih, lahko zelo dobro vidimo razliko pri izbiri vzajemnih skladov. Evropski vlagatelji so veliko bolj konservativni kot lahko vidimo na Sliki 6, kot pa slovenski, saj vlagajo le malo več kot tretjino sredstev v delniške sklade, kar je lepo razvidno iz Slike 5,

kar lahko pripisujemo tudi daljši zgodovini vlaganja in posledično izkušnosti. Pri nas gledamo vzajemne sklade pretežno prek velikih donosov, katerih smo bili deležni v preteklosti, ne pa tudi preko tveganja, ki ga prinašajo skladi, saj nas je prejšnja kriza v smislu sprememb vrednosti vrednostnih papirjev zaobšla. V času kriz pred letom 1992, prvega januarja tega leta je bil ustanovljen prvi slovenski investicijski sklad, pa tako ali tako nismo imeli možnosti vlaganja v investicijske sklade. Tako pri nas skoraj dve tretjine denarja, namenjenega za vlaganje v vzajemne sklade, vložimo v delniške sklade. Tukaj velja še omeniti, da po podatkih Banke Slovenije sredstva slovenskih gospodinjstev, ki so naložena v investicijskih skladih predstavljajo le 6 % celotnega premoženja gospodinjstva, delež bančnih vlog pa predstavlja kar 54 % premoženja. Iz tega je tudi moč sklepati, da se v Sloveniji za naložbe v VS odločajo vlagatelji, ki so pripravljene prevzeti večje tveganje, kar pomeni, da razlika pri nagnjenosti k tveganju celotnega slovenskega prebivalstva in evropskega prebivalstva, sploh ni tako velika. Razlika je le pri prebivalstvu, ki se odloči za vlaganja v VS. Evropa gleda na VS tudi kot orodje za varčevanje, kar pojasni visok delež obvezniških in denarnih skladov, saj so ti skladi veliko odpornejši na krizne razmere in so bolj primerljivi bančnim vlogam. Lahko torej sklepamo, da smo nagnjeni k tveganju približno enako kot evropski vlagatelji, le da si izbiramo naložbe v drugačnih oblikah, do česar pa je kot sem že omenil, najverjetneje pripeljala zgodovina in zato lahko v prihodnosti pričakujemo zmanjšanje razlik pri izbiri načina vlaganja.

2.2 Tveganje in odnos do tveganja

Slika 7: Vpliv razpršenosti na tveganje premoženja



Vir: D. Mramor, *Teorija poslovnih financ*, 2000, str. 88.

Pri vsaki naložbi se srečujemo z dvema vrstama tveganj, ti tveganji sta predstavljeni v Sliki 7, ki skupaj predstavljata celotno tveganje naložbe. Ti dve vrsti sta nesistematično, to je tisto tveganje, ki ga je z razpršitvijo naložbe mogoče odpraviti in sistematično tveganje, ki pa je odvisno od splošnih gospodarskih gibanj (Mramor, 2000). Tako je nesistematično tveganje večje pri skladih, ki so usmerjeni v točno določeno panogo, ali pa v točno določeno pokrajino, saj si s tem zmanjšamo možnost izbire in možnost vlaganja v večje število naložb. Nesistematično tveganje je zelo pomembno pri razvrščanju vzajemnih skladov po lestvici tveganosti.

2.2.1 Delitev glede na lestvico tveganja

Eno glavnih načel pri izbiri portfelja vzajemnih skladov je vsekakor razmerje med donosnostjo in tveganostjo naložb, ki nas pripelje do druge pogoste delitve skladov. Ta delitev je v samem jedru pravzaprav enaka delitvi glede na naložbeno strukturo in je le nekoliko bolj razčlenjena. Naložbena struktura je namreč osnova za delitev na stopnje tveganja, saj se stopnja tveganja odziva na deleže delniških, obvezniških in denarnih naložb. Višja kot je donosnost, ki jo zasleduje vlagatelj, višje tveganje mora biti pripravljen prevzeti. Tveganje je v osnovi verjetnost, da bo dejanska donosnost drugačna od pričakovane, zavedati se moramo, da to velja tako za pozitivne kot negativne odmike od pričakovanih vrednosti.

Zato je zaradi lažjega odločanja vlagateljev pri sestavi portfeljev glede na nagnjenost k tveganju Združenje družb za upravljanje ob soglasju Agencije za trg vrednostnih papirjev sestavilo 10-stopenjsko lestvico za ocenjevanje tveganosti vzajemnih skladov, pri čemur si stopnje tveganja sledijo od najnižje (1) do najvišje (10). Tako lahko brez poglobljenega preučevanja vidimo kako je določen sklad sestavljen.

- 1 - izjemno nizko tvegan
- 2 - zelo nizko tvegan
- 3 - nizko tvegan
- 4 - nizko do srednje tvegan
- 5 - povprečno tvegan
- 6 - srednje do višje tvegan
- 7 - višje tvegan
- 8 - višje do visoko tvegan
- 9 - visoko tvegan
- 10 - zelo visoko tvegan

Denarni skladi se na lestvici tveganosti uvrščajo od 1 do 4, obvezniški, mešani in zelo razpršeni skladi od 5 do 7, delniški pa od 8 do 10.

2.2.2 Delitev vlagateljev glede na njihov odnos do tveganja

Vlagatelje lahko delimo glede na nagnjenost k tveganju, to je zelo pomembna komponenta pri preučevanju strukture valganja na določenih področjih, kar je lepo razvidno na Slikah 5 in 6. Tako delimo vlagatelje na tri vrste (Bodie, Kane & Marcus, 2005, str 168-170):

- tveganju naklonjeni vlagatelji (risk lovers investors), so pripravljene vlagati v tvegane naložbe, tudi s premijo za tveganje enako nič.
- nevtralni vlagatelj (risk neutral investors), se ne ozirajo na stopnjo tveganja, za njih je pomembna samo pričakovana donosnost
- tveganju nenaklonjeni vlagatelj (risk averse investors) je pripravljen vlagati samo v netvegane naložbe, ali naložbe za katere bo dobil premijo za tveganje.

3 ANALIZA

Zavedam se, da bo na rezultate vplivala finančna kriza, vendar pa rezultati po mojem mnenju ne bodo nič manj kvalitetni. Dejstvo je namreč, da si ne moremo izbirati leta, ko bo prišla kriza, tako da je vsako leto opazovanja nekaj kar se lahko ponovi čisto vsako leto. Konec koncev pa so tudi donosi posledica nezmožnosti točnega napovedovanja prihodnosti, čemur pravimo tveganje. Tako, da lahko trdimo, da ni mogoče reči za katerokoli obdobje, da je normalno ali da to ni in je tako vsako obdobje, ki obsega tako pluse kot minuse primerno za analizo.

Lahko pa sem celo zadovoljen, da analiziram obdobje, ki je tako zaznamovano s krizo. Namen diplomske naloge je namreč ugotoviti, na kakšen način je najbolje vlagati, da bomo imeli čim večji donos in se pri tem ne bomo izpostavljali nepotrebnemu tveganju. Vprašanje pa je če sploh obstaja boljši čas za odgovore na takšna vprašanja in ali ni ravno ta čas tisti ki se ga vlagatelji bojimo in se pred njim skušamo zavarovati, za kar pa nam analiza v takem obdobju tudi pokaže način kako to narediti. Menim, da bi bilo zelo težko to preučevati v časih samih rasti, saj je takrat tveganje postavljeno na stranski tir in pomeni bolj kot ne donosnost. Večje kot je tveganje večji so donosi, vsaj tako naj bi bilo in največkrat tudi je. Zato pa rabimo tudi negativna obdobja, da se zavemo polnega pomena te besede.

Analize sem se lotil na način, ki nam bo lahko dal odgovor, kako naj se vlagatelji obnašamo kadar zasledujemo cilje, ki so kratkoročni in kako kadar zasledujemo dolgoročneje cilje. Tako sem razdelil analizo na tri časovna obdobja, in sicer na enoletna obdobja, triletna obdobja in petletna obdobja. takšna razdelitev pa ni naključna. Najkrajše obdobje je eno leto zato, ker je leto preveč obremenjeno s sezonskimi nihanji za vsako gospodarstvo in panogo posebej, kar pa lahko s celoletnim preučevanjem izločimo. Drug razlog pa je, da na

vsakodnevne tečaje vpliva veliko manjših dogodkov, ki se dogajajo vsakodnevno in velikokrat ne vplivajo na dolgoročneje rezultate. Ta manjša nihanja v gospodarstvu pa je popolnoma nemogoče napovedovati za prihodnost za celotno gospodarstvo in bi bila zaradi tega vsakršna analiza skupka skladov za krajše obdobje neverodostojna. Za petletno obdobje sem se odločil, ker ga večina strokovnjakov določa, kot priporočljiva doba za vlaganje v delniške sklade, saj se s tem izognemo delu tveganja, ki je pri delniških skladih bistveno večje, kot pri ostalih skladih. Ker pa niso vsi cilji oddaljeni le eno leto ali pa vsaj pet let, sem se odločil, da bom v analizo vključil tudi vmesno dobo, ki je tri leta.

Za vsako dobo posebej sem zbral podatke donosov vseh skladov treh največjih upravljavcev vzajemnih skladov pri nas. Uporabil sem podatke za zadnjih deset let, pri čemer moramo upoštevati, da precejšnje število skladov na trgu ne obstaja deset let, ampak manj. Pri teh skladih sem uporabil podatke od njihove ustanovitve, pri čemer pa sem izločil podatke prvega leta vsakega sklada, če je bil ustanovljen po prvem polletju, saj so takšni podatki neuporabni za mojo analizo. To pa zato ker je precejšnje število skladov ustanovljenih na prvi dan v decembru in so zaradi tega podatki o donosu v prvem letu obstoja, ki se računajo do enaintridesetega decembra mesečni donosi in ne letni. Zavedam se, da pride do napake tudi pri upoštevanju skladov, ki so ustanovljeni na polovici leta, a sem upošteval prva leta kot celotno leto le sklade ustanovljene v letu 2006, saj so imeli skladi skladov, torej povprečje vseh skladov, enako rast od začetka pa do konca leta, kot od sredine leta pa do konca leta. Vem da je tukaj prisotna napaka, a je zelo majhna, kar pa mi odtehta eno dodatno leto za preučevanje, saj jih v Sloveniji ni ravno veliko.

Za vsako obdobje vlaganja sem sestavil portfelje petih skladov in primerjal njihove donose. Petih skladov zato, ker je to število skladov, ki zadošča zasledovanju skoraj vsakega cilja. Portfelje sem sestavljal tako, da sem vzel vse delniške sklade (ocena tveganja 8-10), zelo razpršene in mešane sklade (6-7), obvezniške (4-5) in denarne sklade (1-3) in izračunal njihova povprečja. Nato pa sem povprečja ponderiral glede na število določene vrste skladov, ki sem jih uvrstil v portfelj. Tako sem sestavil vse pomembnejše kombinacije, ki jih je mogoče sestaviti pri vlaganju. Dodal pa sem še dva portfelja, in sicer sestavljena iz petih najuspešnejših skladov pri vsakem od treh upravljavcev in portfelj petih skladov z največjim procentom pozitivnih let. Tako sem dobil dva portfelja, ki mi bosta dobro služila za primerjavo uspešnosti. Dejstvo pa je, da sta s stališča raziskave manj pomembna, saj poskušam napovedovati prihodnost in ne govoriti o zmagovitih kombinacijah v preteklosti.

3.1 Analiza enoletnega vlaganja

V tabeli 1 sem zbral podatke o letnih donosih vzajemnih skladov treh največjih Slovenskih družb za upravljanje za zadnjih 10 let. Podatke sem zbiral na njihovih spletnih straneh. Ker podatkov ni mogoče najti v takšni obliki, kot sem jih potreboval, sem jih preračunal iz

obstojećih podatkov in sestavi Tabele 1, 4 in 7. S temi podatki si bom pomagal pri analizi pretekle uspešnosti različnih portfeljev vzajemnih skladov, kar mi bo pomagalo pri lažjem predvidevanju za odločitev o sestavi najboljšega portfelja glede na naložbeno politiko z najboljšo možnostjo za uspeh.

Tabela 1: Letne rasti vrednosti enot premoženja posameznih skladov razporejenih po ocenah tveganja od leta 2002 do leta 2011

Triglav	o.t.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Obvez. EUR	5				4,58	3,46	6,90	-5,21	5,71	0,21	-1,14
Evropa	6				13,30	7,77	3,88	-30,43	20,20	5,11	-11,24
Renta	6	29,96	16,51	18,62	2,07	13,44	23,02	-33,06	12,94	2,93	-10,30
Svetovni	7					5,04	3,42	-36,42	18,06	13,82	-10,91
Azija	8						13,64	-50,29	31,42	18,37	-17,91
Rastoči trgi	8					12,47	25,16	-51,79	53,00	20,55	-17,57
Steber 1	8				4,99	24,68	37,36	-43,70	15,80	2,15	-19,55
Top sektorji	8					-0,96	2,18	-35,07	14,23	11,82	-8,43
Balkan	9						49,30	-60,99	25,26	-5,99	-25,69
Hitro rast.pod.	10						13,74	-40,59	9,67	26,44	-8,59
KD Skladi	o.t.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
MM	2				5,06	2,81	3,20	4,06	2,25	1,70	1,89
Bond	4-5	18,14	10,33	6,60	3,77	1,05	5,43	-7,87	8,05	0,30	0,15
Prvi izbor	7				18,10	12,37	11,19	-43,51	40,52	13,50	-15,42
Galileo	7-8	59,01	16,73	18,84	4,28	23,13	30,30	-59,30	25,86	-2,04	-17,72
Rastko	7-8	60,55	18,40	21,57	2,70	20,41	37,59	-61,62	23,10	-6,57	-21,15
Finance	8								29,51	5,06	-25,74
Nova energija	8						46,08	-54,36	19,12	-17,30	-38,08
S. Amerika	8					-6,71	-6,17	-35,62	32,34	18,01	-11,07
Surovine in ener.	8					10,47	21,91	-46,98	39,26	18,07	-13,26

se nadaljuje

nadaljevanje

Vitalnost	8							-35,64	47,69	20,83	-13,28
EM Infra.&gradb.	9								43,04	23,89	-16,96
Indija-Kitajska	9								71,05	22,31	-25,20
Lat. Amerika	9								91,67	17,39	-17,23
Novi trgi	9					12,71	27,02	-54,10	78,83	20,41	-20,01
Tehnologija	9					7,67	14,70	-38,25	41,51	13,56	0,46
V. Evropa	9								86,89	22,81	-21,24
Balkan	10					48,2	24,60	-69,74	11,59	-8,08	-20,97
NLB Skladi	o.t.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Obvez. EUR	4			4,56	2,52	0,22	0,45	1,78	8,95	3,61	2,16
Kombinirani glob.	5			1,92	10,10	6,62	5,81	-23,86	17,91	4,64	-5,62
Evropa delniški	7					18,10	2,49	-42,8	31,70	4,71	-13,35
Globalni delniški	7								36,79	11,87	-14,00
Nova eur. uravno.	7	28,97	16,06	14,55	-1,40	6,14	10,79	-32,41	23,20	6,63	-11,81
Svet. razviti trgi	7			-0,96	24,20	7,41	-4,36	-37,57	27,36	10,98	-11,45
Dinamični delniški	8				18,90	7,66	-2,91	-44,12	41,38	20,24	-13,02
Farma. in zdrav.	8					3,60	-8,80	-23,35	20,86	6,85	-5,04
Naravni viri	8					12,95	21,87	-43,38	44,62	12,77	-15,17
Slo. delniški	8			4,80	2,97	17,11	72,68	-62,31	0,87	-17,10	-29,59
Visoko. rast. gosp.	8					15,11	16,88	-41,18	63,64	13,70	-21,22
J.,Sr., in V. Evropa	9					13,19	18,64	-54,64	42,52	6,91	-23,66

se nadaljuje

nadaljevanje

Visoka tehnologija	9					-0,72	1,21	-29,59	23,05	17,63	-8,01
Z. balkan	10							-67,78	17,24	-11,80	-18,18

Vir: Triglav Skladi, 2011; KD Skladi, 2011; NLB Skladi, 2011.

Iz podatkov v Tabeli 1 sem izračunal povprečja donosov in odstotek pozitivnih enoletnih obdobj za vsak vzajemni sklad posebej in te izračune vnesel v Tabelo 2. Tako dobimo veliko preglednejšo sliko o tem kakšne rezultate je določen vzajemni sklad dosegal v določenem obdobju.

Tabela 2: Povprečja in odstotek pozitivnih enoletnih obdobj

Triglav	Ocena tveganja	Povprečje	% pozitivnih let
Obvezniški	5	2,07	71,43
Evropa	6	1,23	71,43
Renta	6	7,61	80,00
Svetovni	7	-1,17	66,67
Azija	8	-0,95	60,00
Rastoči trgi	8	6,97	66,67
Steber 1	8	3,10	71,43
Top sektorji	8	-2,71	50,00
Balkan	9	-3,62	40,00
Hitro rast. Podjetja	10	0,13	60,00
vsi Triglav skladi	7,5	1,27	64,00
KD Skladi	Ocena tveganja	Povprečje	% pozitivnih let
MM	2	3,00	100,00
Bond	4 do 5	4,60	90,00
Prvi izbor	7	5,26	71,43
Galileo	7 do 8	9,91	70,00

se nadaljuje

nadaljevanje

Rastko	7 do 8	9,50	70,00
Finance	8	2,94	66,67
Nova energija	8	-8,90	40,00
Severna Amerika	8	-1,54	33,33
Surovine in energija	8	4,91	66,67
Vitalnost	8	4,90	50,00
EM infra. in gradb.	9	16,66	66,67
Indija-Kitajska	9	22,72	66,67
Latinska Amerika	9	30,61	66,67
Novi trgi	9	10,81	66,67
Tehnologija	9	6,61	83,33
Vzhodna Evropa	9	29,49	66,67
Balkan	10	-2,40	50,00
vsi KD skladi	7,79	8,77	66,00
NLB Skladi	Ocena tveganja	Povprečje	% pozitivnih let
Obvezniški EUR	4	3,03	100,00
Komb. Globalni	5	2,19	75,00
Evropa delniški	7	0,14	66,67
Globalni delniški	7	11,55	66,67
Nova eur. uravnot.	7	6,07	70,00
Svet. razviti trgi del.	7	1,95	50,00
Dinamični delniški	8	4,02	57,14
Farm. in zdrav. del.	8	-0,98	50,00
Naravni viri delniški	8	5,61	66,67

se nadaljuje

nadaljevanje

Slovenija delniški	8	-1,32	62,50
Visoko rast. gosp. del.	8	7,82	66,67
Ju.,Sr. In Vz. Eur. del.	9	0,49	66,67
Visoka tehn. delniški	9	0,60	50,00
Z. balkan delniški	10	-20,12	25,00
vsi NLB skladi	7,5	1,51	62,00

Vir: Triglav Skladi, 2011; KD Skladi, 2011; NLB Skladi, 2011.

Že na prvi pogled lahko vidimo na Tabelah 1 in 2, da se bo tveganju nenaklonjen vlagatelj pričakovano izognil skladom z najvišjo oceno tveganja 10 (Triglavov sklad Hitro rastoča podjetja, KD-jev Balkan in NLB-jev Zahodni balkan), saj so ti skladi dosegali pozitivne rasti manjkrat kot so v povprečju pozitivne rasti dosegali vsi skladi, hkrati pa so tudi rasti bistveno nižje kot pa je povprečje vseh. Manj pričakovano je dejstvo, da se za te sklade na podlagi preteklih let ne bi odločil niti tveganju naklonjen vlagatelj še manj pa nevtralni vlagatelj, ob predpostavki, da sta oba racionalna. To lahko trdim, saj so tudi v letih pozitivnih donosov ti trije skladi dosegali nižje donose, kot drugi delniški skladi, razen v res redkih primerih. To se je namreč zgodilo le dvakrat, kar je razvidno iz tabele 1, medtem ko so v negativnih letih dosegali nadpovprečne padce tudi do skoraj 70 %. Kot bomo videli kasneje se zgodba ponovi tako pri triletnih obdobjih (Tabela 4) kot tudi pri petletnih obdobjih (Tabela 7). Na podlagi tega sem prišel do zaključka, da te sklade izločim iz sestave portfeljev, saj je moj namen najti najboljšo kombinacijo vzajemnih skladov za določeno obdobje vlaganja, kar pa ni mogoče narediti s skladi 10 stopnje na lestvici tveganja.

Na Tabeli 3 vidimo sestavljene različne portfelje vzajemnih skladov, pri vseh treh največjih upravljavcih v Sloveniji. Prva številka pomeni število denarnih vzajemnih skladov v portfelju, druga predstavlja število obvezniških vzajemnih skladov, tretja število mešanih vzajemnih skladov in močno razpršenih vzajemnih skladov in četrta število delniških vzajemnih skladov. Kot vidimo v spodnjih tabelah imajo le KD Skladi denarni vzajemni sklad, tako pri ostalih dveh upravljavcih ni mogoča sestava portfeljev z uporabo te vrste vzajemnih skladov, zato sem to izračunaval le pri tem upravljavcu. Ker nima nobeden od treh največjih upravljavcev v Sloveniji več kot enega obvezniškega sklada ni mogoče sestaviti portfelja petih takšnih skladov. Res je, da tovrstni skladi veljajo za varne naložbe tako kot tudi denarni skladi in jih tako ali tako ne uporabljamo v velikem številu pri sestavi naložbenega portfelja in si v primeru želje po večji varnosti, le povečamo procentualni vložek v takšen sklad. Tako, da to nima velikega vpliva na pravilnost mojih izračunov.

Tabela 3: Uspešnost različnih portfeljev v enoletnih obdobjih

DZU	5 najboljših	5 z največ poz. let	5+0+0+0	0+5+0+0	0+0+5+0	0+0+0+5
Triglav	4,20	4,20		2,07	2,56	0,56
KD	22,06	10,01	3,00	4,60	8,22	10,84
NLB	7,02	6,13		3,03	4,38	2,32

DZU	0+2+ 2+1	0+1+ 2+2	1+1+ 3+0	1+1+ 0+3	0+3+ 2+0	0+2+ 3+0	0+3+ 0+2	0+2+ 0+3	0+0+ 3+2	0+0+ 2+3
Triglav	1,96	1,66			2,27	2,36	1,47	1,16	1,76	1,36
KD	7,29	8,54	6,45	8,02	6,05	6,77	7,09	8,34	9,27	9,79
NLB	3,43	3,29			3,57	3,84	2,75	2,61	3,56	3,15

Vir: Triglav Skladi, 2011; KD Skladi, 2011; NLB Skladi, 2011.

Iz Tabele 2 je razvidno, da je portfelj petih najdonosnejših skladov pri Triglavu je bil, po vrstnem redu od najuspešnejšega pa do petega najuspešnejšega sklada, sestavljen iz Triglav Renta (6), Rastoči trgi (8), Steber 1 (8), Obvezniški (5), Evropa (6), v oklepajih je ocena tveganja ta način označevanja ocen tveganja bom uporabil pri vseh naslednjih sestavah portfeljev. Povprečna ocena tveganja najuspešnejših skladov je 6,6, torej lahko govorimo, da se je pri tem upravljavcu najbolj splačalo vlagati v zmerno tvegane sklade, celo manj tvegane kot je povprečje vseh njihovih skladov, kar je glede na dobo proučevanja pričakovano. Pričakovan portfelj skladov je tudi, ko ga sestavimo iz skladov, ki so imeli najboljše razmerje pozitivnih in negativnih let. Najbolje se je odrezal sklad Renta (6) sledijo pa mu Steber 1 (8), Obvezniški (5), Evropa (6) in rastoči trgi (8). Povprečna ocena tveganja je 6,6, kar je pričakovano manj od povprečja vseh skladov.

Kot lahko vidimo na Tabeli 2 je bil portfelj najuspešnejših skladov pri drugem največjem upravljavcu, torej KD-ju je bil v zadnjih 10 letih, za enoletna vlaganja sestavljen iz Latinske Amerike (9), Vzhodne Evrope (9), Indije-Kitajske (9), EM infrastrukture in gradbeništva (9) in pa Novih trgov (9). Lahko vidimo, da so to bili skladi z visokim tveganjem, kar je nekoliko presenetljivo, saj so bili ustanovljeni v kriznih časih. Še posebej zanimivo je, da ostanejo na prvih mestih tudi, če bi bili ustanovljeni prej, se pravi pred 2008 in predpostavimo, da bi se vrednosti teh skladov gibale podobno kot Novi trgi, ki je tako ali tako sestavljen iz ostalih skladov v tem portfelju. Veliko bolj pričakovano so se skladi odrezali v kategoriji najboljše razmerje med pozitivnimi in negativnimi leti. Prvi je MM (2), Bond (4-5), Tehnologija (9), Prvi izbor (7), Galileo (7-8). Povprečna ocena tveganja je 6.

Pri NLB skladih je najuspešnejši portfelj sestavljen nekoliko bolj pričakovano, saj je kot lahko vidimo v Tabeli 2 bolj uravnotežen, kar se tiče ocene tveganja, in sicer Globalni delniški (7), Visoko rastoča gospodarstva delniški (8), Nova Europa uravnoteženi (7), Naravni viri delniški (8) in Dinamični delniški (8). Povprečna tveganost teh skladov je 7,6, kar je tudi zelo blizu povprečja vseh skladov pri NLB skladih. Tako kot pri ostalih dveh upravljavcih tudi tu ni nobenih presenečenj, kar se tiče portfelja z najboljšim razmerjem pozitivnih in negativnih let. Prvi je Obvezniški EUR (4), sledijo pa mu Kombinirani globalni (5), Nova Europa uravnoteženi (7), Globalni delniški (7) in Visoko rastoča gospodarstva delniški (8), s povprečno oceno tveganja 6,2.

Zanimivo je, da razen pri Triglavu ni v najuspešnejših portfeljih, nizko tveganih skladov, čeprav je čas analize močno obremenjen s krizo.

Problem analize teh dveh portfeljev je, da je za prihodnost nemogoče napovedati, točno kateri skladi na primer izmed vseh z oceno tveganja 8 bodo najboljši in kateri najslabši, zato sem za nadaljevanje analize združil sklade s povprečnimi donosi. Združil pa sem jih na podlagi naložbene politike in lestvice tveganja. Tako sem združil sklade z oceno tveganja od 1 - 3, ki so hkrati tudi denarni skladi, z oceno tveganja od 4 - 5, ki so obvezniški skladi, z oceno tveganja od 6 - 7, ki so mešani in zelo razpršeni delniški skladi in z oceno tveganja od 8 - 9, ki so delniški skladi. Pri sestavi portfeljev sem se iz zgoraj razloženih razlogov odločil, da iz analize izločim sklade z oceno tveganja 10. Pri enaki delitvi skladov sem ostal tudi pri analizi triletnih in petletnih obdobj.

Drugi in hkrati pomembnejši del analize, ki se nanaša na Tabelo 3 nam bo pokazal, v katere sklade, glede na naložbeno politiko, se je najbolj splačalo v zadnjih desetih letih. To bo tudi dober pokazatelj za bodoča vlaganja. Že na prvi pogled lahko v Tabelah 1 in 2 vidimo, da so najboljše rezultate dosegali skladi, ki sicer sodijo med tvegane, a ne tiste najbolj tvegane, to so mešani skladi in skladi z zelo razpršeno naložbeno politiko. Izjema je spet KD, za katere velja, da so donosi rasli s stopnjo tveganja, vendar pa relativna rast ni tako velika kot je relativen padec pri ostalih dveh upravljavcih, ko vložke premaknemo iz manj tveganih delniških in mešanih skladov v najbolj tvegane sklade. Če smo tveganju manj naklonjeni nismo veliko izgubili tudi v primeru razpršitve premoženja v svojem portfelju z obvezniškimi skladi. Pravzaprav je padec zanemarljiv in popolnoma sprejemljiv, če si ogledamo verjetnosti skladov, da bodo dosegli pozitivno rast. Dejstvo je, da so se obvezniški skladi po tem kriteriju odrezali bolje od višje tveganih skladov in tudi negativne rasti so bile precej manjše kot pri bolj tveganih skladih. Tako je leto 2008 zabeležilo pri treh največjih upravljavcih pri nas povprečen padec rasti skladov, ki so na lestvici tveganja uvrščeni med 6 in 7, za 40,1 %, medtem ko je bil ta povprečni padec za obvezniške sklade le 3,77 %. Da se še dodatno izognemo tveganju negativnih rasti lahko v svoj portfelj uvrstimo denarni sklad, ki pa ga pri nas upravlja le KD, dejstvo pa je da so to najvarnejši skladi, ki nimajo negativnih rasti in so zato za krizne čase zelo primerni. Tako sem prišel do zaključka, da se je v Sloveniji, če smo zasledovali enoletne cilje najbolj splačalo sestaviti portfelj, ki temelji na obvezniških skladih in nižje tveganih delniških in mešanih skladih, če pa imamo možnost je zaželen tudi denarni

sklad. Bolj kot smo nagnjeni k tveganju večji poudarek bomo dali delniškimi skladom in obratno. To so tudi pričakovani odgovori, saj nam upravljavci svetujejo, da naj za kratkoročne cilje raje vlagamo v najmanj tvegane naložbe.

3.2 Analiza triletnih vlaganj

Tako kot pri enoletnih obdobjih Tabela 1 sem sestavil tabelo 4 na podlagi podatkov o donosih vzajemnih skladov treh največjih Slovenskih družb za upravljanje, razlika je le v obdobjih analize, saj sem za Tabela 4 preračunal donose iz enoletnih v triletne. Na podlagi teh podatkov sem nato sestavil najprimernejši portfelj, glede na naložbeno politiko za triletna vlaganja.

Tabela 4: triletne rasti vrednosti enot premoženja posameznih skladov razporejenih po ocenah tveganja od leta 2002 do leta 2011

Triglav	tveganje	02-04	03-05	04-06	05-07	06-08	07-09	08-10	09-11
Obvezniški	5				15,66	4,84	7,12	0,41	4,72
Evropa	6				26,84	-22,12	-13,13	-12,10	12,14
Renta	6	79,61	41,07	37,35	42,44	-6,58	-6,99	-22,18	4,28
Svetovni	7					-30,93	-22,37	-14,56	19,72
Azija	8						-25,76	-22,67	27,70
Rastoči trgi	8					-32,14	-7,68	-11,08	52,04
Steber 1	8				79,81	-3,58	-10,45	-33,40	-4,84
Top sektorji	8					-34,29	-24,21	-17,06	16,96
Balkan	9						-27,05	-54,06	-12,50
Hitro rast. Pod.	10						-25,89	-17,62	26,76
KD Skladi	tveganje	02-04	03-05	04-06	05-07	06-08	07-09	08-10	09-11
MM	2				11,47	10,41	9,81	8,21	5,95
Bond	4 do 5	38,95	22,05	11,78	10,55	-1,85	4,95	-0,15	8,54

se nadaljuje

nadaljevanje

Prvi izbor	7				47,61	-29,42	-11,74	-9,90	34,90
Galileo	7 do 8	120,58	44,66	52,59	67,31	-34,70	-33,25	-49,82	1,45
Rastko	7 do 8	131,09	47,83	50,33	70,15	-36,42	-35,00	-55,86	-9,31
Finance	8								1,04
Nova energija	8						-20,58	-55,03	-39,00
S. Amerika	8					-43,65	-20,06	0,55	38,89
Surov. in energ.	8					-28,60	-9,99	-12,82	42,62
Vitalnost	8							14,85	54,76
EM Infra.&gradb.	9								47,16
Indija-Kitajska	9								56,49
Lat. Amerika	9								86,23
Novi trgi	9					-34,29	4,26	-1,16	72,24
Tehnologija	9					-23,74	0,23	-0,77	61,44
Vzhodna Evropa	9								80,77
Balkan	10					-44,12	-57,93	-68,96	-18,90
NLB Skladi	tveganje	02-04	03-05	04-06	05-07	06-08	07-09	08-10	09-11
Obvezniški EUR	4			7,43	3,21	2,46	11,39	14,89	15,32
Komb. Globalni	5			19,66	24,23	-14,10	-5,01	-6,06	16,45
Evropa delniški	7					-30,44	-22,79	-21,12	19,49
Globalni delniški	7								31,60
Nova eur. Uravno.	7	71,46	31,10	19,89	15,96	-20,52	-7,74	-11,21	15,85
Svet. razviti trgi	7			32,13	27,60	-35,87	-23,96	-11,76	25,16
Dinamični delniški	8				24,32	-41,59	-23,30	-5,01	47,86
Pharm. in zdrav.	8					-27,58	-15,51	-1,02	22,63

se nadaljuje

nadaljevanje

Naravni viri	8					-22,06	-0,21	-7,66	38,35
Slovenija	8			26,38	108,20	-23,78	-34,35	-68,46	-41,10
Visoko rast. Gosp.	8					-20,87	12,50	9,43	46,58
Ju.,Sr. In Vz. Eur.	9					-39,09	-23,30	-30,89	16,32
Visoka tehno.	9					-29,25	-12,31	1,91	33,15
Zahodni balkan	10							-66,67	-15,40

Vir: Triglav Skladi, 2011; KD Skladi, 2011; NLB Skladi, 2011.

Iz podatkov v Tabeli 4 sem izračunal povprečja donosov in odstotek pozitivnih triletnih obdobj za vsak sklad posebej in te rezultate vnesel v tabelo 5. Skladi so razporejeni po stopnji tveganja, ki jo dosegajo, saj tako lahko bolj pregledno vidimo vpliv tveganja na donosnost v določenem obdobju.

Tabela 5: povprečja in odstotek pozitivnih triletnih obdobj

Triglav	Ocena tveganja	povprečje	% pozitivnih obdobj
Obvezniški	5	6,55	100,00
Evropa	6	-1,67	40,00
Renta	6	21,13	25,00
Svetovni	7	-12,04	25,00
Azija	8	-6,91	33,33
Rastoči trgi	8	0,29	25,00
Steber 1	8	5,51	20,00
Top sektorji	8	-14,65	25,00
Balkan	9	-31,20	0,00
Hitro rastoča podjetja	10	-5,58	33,33
vsi Triglav skladi	7,5	-3,86	33,00
KD Skladi	Ocena tveganja	povprečje	% pozitivnih obdobj
MM	2	9,17	100,00

se nadaljuje

nadaljevanje

Bond	4 do 5	11,85	75,00
Prvi izbor	7	6,29	40,00
Galileo	7 do 8	21,10	62,50
Rastko	7 do 8	20,35	50,00
Finance	8	1,04	100,00
Nova energija	8	-38,20	0,00
Severna Amerika	8	-6,07	50,00
Surovine in energija	8	-2,20	25,00
Vitalnost	8	34,81	100,00
EM Infra. in gradb.	9	47,16	100,00
Indija-Kitajska	9	56,49	100,00
Latinska Amerika	9	86,23	100,00
Novi trgi	9	10,26	50,00
Tehnologija	9	9,29	50,00
Vzhodna Evropa	9	80,77	100,00
Balkan	10	-47,49	0,00
vsi KD skladi	7,79	17,70	65,00
NLB Skladi	Ocena tveganja	povprečje	% pozitivnih obdobj
Obvezniški EUR	4	9,12	100,00
Kombinirani globalni	5	5,86	50,00
Evropa delniški	7	-13,72	33,33
Globalni delniški	7	31,60	100,00
Nova eur. uravnoveženi	7	14,35	62,50
Svet. razviti trgi del.	7	2,22	50,00

se nadaljuje

nadaljevanje

Dinamični delniški	8	0,46	40,00
Farm. in zdrav. delniški	8	-5,37	25,00
Naravni viri delniški	8	2,11	25,00
Slovenija delniški	8	-5,51	33,33
Visoko rast. gosp del.	8	11,91	75,00
Ju.,Sr. In Vz. Eur del.	9	-19,24	25,00
Visoka tehno. delniški	9	-1,63	50,00
Z. balkan delniški	10	-41,02	0,00
vsi NLB skladi	7,5	-0,63	48,00

Vir: Triglav Skladi, 2011; KD Skladi, 2011; NLB Skladi, 2011.

V Tabeli 5 vidimo, da se je vlagatelj, ki se je odločil za triletno obdobje vlaganja in je naklonjen tveganju pri KD skladih splačalo vlagati v delniške sklade, medtem ko to ne moremo reči za vlagatelja pri NLB skladih in Triglav skladih. Pri njima so se delniški skladi, ki so dosegli pozitivne donose skoraj približali donosom manj tveganih skladov, ko pa govorimo o odstotkih pozitivnih obdobjih, pa ugotovimo da so se odrezali bistveno slabše, to pa ni dobra popotnica za vložek, saj z višjim tveganjem dosežemo podobne rezultate.

Tabela 6: Uspešnost različnih portfeljev v triletnih obdobjih.

DZU	5 najboljših	5 z največ poz. let	5+0+0+0	0+5+0+0	0+0+5+0	0+0+0+5
Triglav	6,36	2,70		6,55	2,47	-9,39
KD	61,09	61,09	9,17	11,85	15,91	25,42
NLB	14,57	14,57		9,12	8,06	-2,47

se nadaljuje

nadaljevanje

DZU	0+2+ 2+1	0+1+ 2+2	1+1+ 3+0	1+1+ 0+3	0+3+ 2+0	0+2+ 3+0	0+3+ 0+2	0+2+ 0+3	0+0+ 3+2	0+0+ 2+3
Triglav	1,73	-1,46			4,92	4,10	0,17	-3,02	-2,27	-4,65
KD	16,19	18,90	13,75	19,45	13,48	14,29	17,28	19,99	19,72	21,62
NLB	6,38	4,06			8,69	8,48	4,48	2,17	3,85	1,74

Legenda: Prva številka pomeni število denarnih skladov v portfelju, druga število obvezniških skladov, tretja število mešanih in močno razpršenih skladov in četrta število delniških skladov.

Vir: Triglav Skladi, 2011; KD Skladi, 2011; NLB Skladi, 2011.

Portfelj petih najdonosnejših skladov pri Triglavu je bil, kar je razvidno iz Tabel 4 in 5, po vrstnem redu od najuspešnejšega pa do petega najuspešnejšega sklada, sestavljen iz Triglav Renta (6), Obvezniški (5), Steber 1 (8), Rastoči trgi (8), Evropa (6). Povprečna ocena tveganja najuspešnejših skladov je 6,6, kar je manj kot je povprečna ocena tveganja vseh Triglavovih skladov, ki je 7,5, torej lahko govorimo, da se je pri tem upravljavcu tako kot pri enoletnih vlaganjih tudi pri triletnih vlaganjih najbolj splačalo vlagati v zmerno tvegane sklade. Pomembna razlika je le ta, da je Obvezniški sklad, ki je manj tvegan skočil iz četrtega mesta na drugo, medtem ko je bolj tvegan sklad Rastoči trgi iz drugega padel na četrto. To se je zgodilo malce presenetljivo, saj v teoriji in praksi z daljšanjem dobe nižamo tveganje. Pričakovano so se skladi odrezali, če jih primerjamo po razmerju med pozitivnimi in negativnimi leti, to velja vsaj za vrstni red, ne pa tudi za pričakovana razmerja. Vrstni red je tako Obvezniški (5), Evropa (6), Azija (8), Renta (6) in Rastoči trgi (8), ki je sestavljen iz najmanj tveganih Triglavovih skladov, manjka le Svetovni (7), ki ima sicer enako razmerje kot Renta in Rastoči trgi, vendar pa ima povprečno donosnost bistveno nižjo. Presenetljivo je le to, da so razmerja bistveno nižja kot pri enoletnih vložkih. Drogi najboljši Evropa (6) ima tako le 40% pozitivnih obdobj, medtem ko je pri enoletnih vlaganjih tak odstotek dosegel Balkan (9), ki se je odnesel najslabše od vseh Triglavovih skladov.

Če pri Triglavu nismo zasledili presenečenj, to ne velja za KD-jeve sklade. Kot lahko vidimo v Tabelah 4 in 5 so se tako pri povprečnih donosih, kot tudi pri razmerjih med pozitivnimi in negativnimi obdobji najbolj odrezali najbolj tvegani skladi. Pri povprečnih donosih je vrstni red takšen: Latinska Amerika (9), Vzhodna Evropa (9), Indija-Kitajska (9), EM Infrastruktura in gradbeništvo (9), Vitalnost (8). Enak vrstni red pa je tudi pri razmerjih med pozitivnimi in negativnimi obdobji. Res je, da je doba obstoja teh skladov kratka in da morda ni najbolj primerna za dokončne odgovore, a če skladom Latinska Amerika, Vzhodna Evropa in Indija-Kitajska razširimo dobo še za dve leti in dobimo tako tri triletna obdobja z uporabo podatkov sklada Novi trgi ostanemo pri enakih rezultatih. Seveda pa se je s 100 % pozitivnih obdobj izkazal tudi sklad MM, kar pa ni nikakršno presenečenje.

V skladu s pričakovanji, kar lahko vidimo v Tabelah 4 in 5 so se tako kot Triglavovi skladi odrezali tudi NLB skladi, le en višje tvegan sklad je prišel med najuspešnejše po obeh kriterijih. Vrstni red po povprečnih donosih je Globalni delniški (7), Nova Europa uravnoteženi (7), Visoko rastoča gospodarstva delniški (8), Obvezniški EUR (4), Kombinirani globalni (5). Isti skladi sestavljajo tudi lestvico skladov z najboljšim razmerjem pozitivnih in negativnih obdobj, le vrstni red je nekoliko pomešan, in sicer Globalni delniški (7), Obvezniški EUR (4), Visoko rastoča gospodarstva delniški (8), Nova Europa uravnoteženi (7), Kombinirani globalni (5). Edina večja razlika med Triglavom in NLB-jem je v primerjavi med enoletnimi in triletnimi obdobji vlaganja, tudi pri NLB-ju je malo padlo povprečje vseh skladov pri razmerju pozitivnih in negativnih obdobj iz 65 % na 51 %, kar pa vseeno ni tako drastično kot pri Triglavu, kjer je bil padec iz 64,18 % na 33 %. Pri KD-ju pa je odstotek celo zrasel iz 67 % na 69 %.

Drugi del analize portfeljev vzajemnih skladov (Tabela 6) nam postreže z zanimivim podatkom, in sicer da so kljub daljšem časovnem obdobju bolj tvegani skladi v primerjavi z enoletnim obdobjem začeli izgubljati. Tudi tu je KD izjema. Zelo je presenetljivo, da z daljšanjem obdobja nismo znižali tveganje, ampak se je tveganje očitno še povečalo. V primerjavi z enoletnim obdobjem je nižje tako razmerje med pozitivnimi in negativnimi obdobji, kot tudi povprečni donosi, kar je še toliko bolj presenetljivo, saj naj bi z daljšanjem ročnosti po vsej logiki višali tudi skupne donose. Pri Triglavu je tako povprečna donosnost padla iz 1,27 % na -3,86 %, pri NLB pa iz 1,51 % na -0,63 %. Kot sem že dejal je KD spet izjema njegovi skladi so namreč povprečni donos iz 8,77 % dvignili na 17,70 %, kar pa vseeno ni dovolj da ne bi bilo tudi to presenečenje, saj je to rast ki je nižja od pričakovane in bi morala biti pri enakomerni povprečni rasti, kakršna je veljala za enoletna obdobja vsaj 28,68 %, torej je tudi tu veljalo, da so se s povečanjem ročnosti na tri leta prihodki zvišali manj, kot je bilo za pričakovati. Prišli smo do rezultatov, da je bilo za triletna obdobja veliko bolje sestavljati portfelje iz čim manj tveganih skladov. Z višanjem stopnje tveganja se tudi precej niža odstotek pozitivnih obdobj, razen seveda pri KD Skladih, kjer je ta odstotek celo višji.

Zaključno priporočilo pa bi se glasilo, da naj upoštevamo upravljavce in se držimo njihovih navodil o vlaganju v tvegane sklade, ki nam svetujejo najmanj petletno v času kriz pa tudi daljše vlaganje. Je že res da bi se nam pri KD Skladih splačalo valgati v bolj tvegane sklade, a dejstvo je da se moramo pri dolgoročnejših vlaganjih držati pravila, da ne sestavljamo vse portfelje pri enem upravljavcu, kar pa nas pripelje do zaključka, da je bolje pogledati celotno sliko in se odločiti na podlagi rezultatov vseh. Ti pa nas učijo, da so triletna obdobja prekratka, da bi izničili tveganje, v našem primeru pa tvegamo celo bolj, kot pri enoletnih obdobjih.

3.3 Analiza petletnih vlaganj

Ker so po priporočilih vseh družb za upravljanje enoletna in triletna obdobja prekratka za vložke v delniške in mešane sklade, sem se odločil, da takšno analizo kot pri krajših obdobjih, opravi tudi pri petletnih obdobjih, ki so po priporočilih dovolj dolga in s to analizo sestavim najboljše dolgoročne portfelje. Tako sem letne donose, vzajemnih skladov treh največjih družb za upravljanje v Sloveniji, iz preteklih desetih let preračunal v petletne donose.

Tabela 7: petletne rasti vrednosti enot premoženja posameznih skladov razporejenih po ocenah tveganja od leta 2002 do leta 2011

Triglav	ocena t.	02-06	03-07	04-08	05-09	06-10	07-11
Obvezniški	5				15,90	11,06	6,12
Evropa	6				6,07	-1,60	-18,96
Renta	6	107,97	96,86	13,11	7,69	8,60	-14,13
Svetovni	7					-7,19	-21,28
Azija	8						-27,86
Rastoči trgi	8					25,17	-8,26
Steber 1	8				17,23	14,05	-26,41
Top sektorji	8					-16,07	-22,40
Balkan	9						-49,04
Hitro rast. Podjetja	10						-14,35
KD Skladi	ocena t.	02-06	03-07	04-08	05-09	06-10	07-11
MM	2				18,60	14,81	13,78
Bond	4 do 5	45,70	30,02	8,58	10,05	6,37	5,42
Prvi izbor	7				17,17	12,57	-15,27
Galileo	7 do 8	183,23	132,09	-19,08	-14,30	-19,49	-46,20
Rastko	7 do 8	185,77	144,91	-20,61	-19,61	-26,87	-52,11
Nova energija	8						-59,32

se nadaljuje

nadaljevanje

Severna Amerika	8					-11,99	-16,10
Surovine in energija	8					17,41	-7,81
Novi trgi	9					41,50	0,42
Tehnologija	9					22,55	14,34
Balkan	10					-42,68	-69,44
NLB Skladi	ocena t.	02-06	03-07	04-08	05-09	06-10	07-11
Obvezniški EUR	4			9,84	14,45	15,66	17,90
Komb. globalni	5			-3,59	11,53	5,98	-6,19
Evropa delniški	7					-4,52	-29,95
Nova europa uravnот.	7	79,46	54,16	-10,22	-3,44	4,41	-13,25
Svet. razviti trgi del.	7			-21,11	1,45	-9,35	-25,27
Dinamični delniški	8				-1,78	-0,71	-19,78
Farma. in zdrav. del.	8					-6,48	-14,28
Naravni viri delniški	8					27,11	-4,54
Slovenija delniški	8			-17,75	-20,83	-36,23	-61,66
Visoko rast. gosp. del.	8					47,24	0,77
Ju.,Sr. In Vz. Eur. del.	9					-7,19	-37,40
Visoka tehn. delniški	9					2,40	-5,11

Vir: Triglav Skladi, 2011; KD Skladi, 2011; NLB Skladi, 2011.

Iz podatkov iz Tabele 7 sem izračunal povprečja petletnih donosov in odstotek pozitivnih petletnih obdobjev za vsak vzajemni sklad posebej in jih vnesel v tabelo 8. Tako kot v prejšnjih tabelah sem sklade zaradi preglednosti in lažje razvidnosti vpliva tveganja, razvrstil po stopnji tveganja.

Tabela 8: Povprečja in odstotek pozitivnih petletnih obdobj

Triglav	Ocena tveganja	povprečje	% pozitivnih obdobj
Obvezniški	5	11,02	100,00
Evropa	6	-4,83	33,33
Renta	6	36,68	83,33
Svetovni	7	-14,24	0,00
Azija	8	-27,86	0,00
Rastoči trgi	8	8,45	50,00
Steber 1	8	1,62	66,67
Top sektorji	8	-19,23	0,00
Balkan	9	-49,04	0,00
Hitro rast. podjetja	10	-14,35	0,00
vsi Triglav skladi	7,5	-7,18	33,00
KD Skladi	Ocena tveganja	povprečje	% pozitivnih obdobj
MM	2	15,73	100,00
Bond	4 do 5	17,69	100,00
Prvi izbor	7	4,82	66,67
Galileo	7 do 8	36,04	33,33
Rastko	7 do 8	35,25	33,33
Nova energija	8	-59,32	0,00
Severna Amerika	8	-14,05	0,00
Surovine in energija	8	4,80	50,00
Novi trgi	9	20,96	100,00
Tehnologija	9	18,45	100,00

se nadaljuje

nadaljevanje

Balkan	10	-56,06	0,00
vsi KD skladi	7,32	2,21	53,00
NLB Skladi	Ocena tveganja	povprečje	% pozitivnih obdobj
Obvezniški EUR	4	14,46	100,00
Komb. globalni	5	1,93	50,00
Evropa delniški	7	-17,24	0,00
Nova eur. uravnot.	7	18,52	50,00
Svet. razviti trgi del.	7	-13,57	25,00
Dinamični delniški	8	-7,42	0,00
Farm. in zdrav. del.	8	-10,38	0,00
Naravni viri delniški	8	11,29	50,00
Slovenija delniški	8	-34,12	0,00
Visoko rast. gosp. del.	8	24,01	100,00
Ju.,Sr. In Vz. Eur. del.	9	-22,30	0,00
Visoka tehno. delniški	9	-1,36	50,00
vsi NLB skladi	7,33	-3,01	35,00

Vir: Triglav Skladi, 2011; KD Skladi, 2011; NLB Skladi, 2011.

Iz Tabele 8 je razvidno, da smo z odločitvijo za petletno vlaganje ogromno tvegali, če smo se odločili vložiti denar v bolj tvegane sklade. To tveganje za negativen razplet se vidi tako v povprečju donosov vseh delniških in mešanih skladov, kot tudi v verjetnosti, da smo vložili v času, ko so bili petletni donosi pozitivni. V prid manj tveganih skladov govori tudi večja verjetnost, da se bomo odločili za pravi vzajemni sklad, pri delniških je namreč odstotek skladov, ki so dosegali negativne donose in imeli manj kot 50 odstotkov pozitivnih petletnih obdobj velik.

Tabela 9: Uspešnost različnih portfeljev v triletnih obdobjih.

DZU	5 najboljših	5 z največ poz. let	5+0+0+0	0+5+0+0	0+0+5+0	0+0+0+5
Triglav	10,59	10,59		11,02	5,87	-17,21
KD	25,68	15,53	15,73	17,69	25,37	-5,83
NLB	14,04	14,04		14,46	-2,59	-5,75

DZU	0+2+ 2+1	0+1+ 2+2	1+1+ 3+0	1+1+ 0+3	0+3+ 2+0	0+2+ 3+0	0+3+ 0+2	0+2+ 0+3	0+0+ 3+2	0+0+ 2+3
Triglav	3,32	-2,33			8,96	7,93	-0,27	-5,92	-3,36	-7,98
KD	16,06	11,35	21,91	3,18	20,76	22,30	8,28	3,58	12,89	6,65
NLB	3,60	-0,44			7,64	4,23	6,38	2,33	-3,85	-4,49

Legenda: Prva številka pomeni število denarnih skladov v portfelju druga število obvezniških skladov, tretja število mešanih in močno razpršenih skladov in četrta število delniških skladov.

Vir: Triglav Skladi, 2011; KD Skladi, 2011; NLB Skladi, 2011.

V Tabelah 7 in 8 lahko vidimo, da je bil portfelj petih najdonosnejših skladov pri Triglavu, po vrstnem redu od najuspešnejšega pa do petega najuspešnejšega sklada, sestavljen iz Triglav Renta (6), Obvezniški (5), Rastoči trgi (8), Steber 1 (8), Evropa (6). Povprečna ocena tveganja najuspešnejših skladov je tudi pri petletnih vlaganjih 6,6 in je tudi tu manj kot povprečna ocena tveganja vseh Triglavovih skladov, ki je 7,22, torej lahko tudi pri petletnih obdobjih govorimo, da se je pri tem upravljavcu tako kot pri krajših vlaganjih najbolj splačalo vlagati v zmerno tvegane sklade. Isti skladi samo v drugem vrstnem redu so tudi najuspešnejši na lestvici razmerja med pozitivnimi in negativnimi petletnimi obdobji. Prvi je pričakovano najmanj tvegan Triglavov sklad Obvezniški (5) sledijo pa mu Renta (6), Steber 1 (8), Rastoči trgi (8) in Evropa (6). Zelo zanimivo se mi zdi dejstvo, da je le eden izmed vseh skladov, dosegel pozitiven donos v zadnjih petih letih, kljub temu da analiza obsega petletna obdobja, ki je po upravljavčevemu navodilu priporočena doba.

Iz Tabel 7 in 8 vidimo, da so se nekoliko bolje odrezali skladi, ki jih upravlja KD. Na obeh lestvicah uspešnosti najdemo tako manj tvegane kot bolj tvegane, kar smo zaradi dobe preučevanja tudi pričakovali. Tako je po povprečni donosnosti petletnih obdobji lestvica takšna : Galileo (7-8), Rastko (7-8), Novi trgi (9), Tehnologija (9) in Bond (4-5). Ne smemo pa pozabiti, da sta si najboljša sklada pridela prednost še v času pred krizo. Po drugi strani pa tudi če jih izločimo iz portfelja na prvih dveh mestih ostaneta delniška sklada, na lestvico pa se uvrstita še MM (2) in Prvi izbor (7), ki sta glede na krizne čase v zadnjih letih pričakovano, ustvarjal višje donose od povprečja. Lestvica najuspešnejših skladov po

razmerju med pozitivnimi obdobji in negativnimi obdobji je tako sestavljena iz istih skladov kot prejšnja, ko ji odvezamemo Galilea in Rastka. Prvi so Novi trgi (9), sledijo Tehnologija (9), Bond (4-5), MM (2) in Prvi izbor (7). Tudi tu pa ne moremo mimo dejstva, da je v zadnjih petih letih več kot polovica skladov zabeležila negativne rasti.

V Tabelah 7 in 8 vidimo, da NLB ni v zadnjih petih letih ni nobena izjema in je tako kot ostala dva upravljavca s svojimi skladi v zadnjih petih letih zabeležila v večini negativne rasti, saj sta le dva sklada dosegla rast, to sta Obvezniški EUR in z minimalno rastjo 0,77 % še Visoko rastoča gospodarstva. V skupni dobi analiziranja so se pri NLB-ju skladi odrezali pričakovano in so na lestvicah uspešnosti zastopani tako bolj, kot manj tvegani skladi. Po povprečnem donosu je prvi sklad Visoko rastoča gospodarstva delniški (8), drugi Nova Europa uravnoteženi (7), sledijo Obvezniški EUR (4), Naravni viri delniški (8) in Kombinirani globalni (5). Po najboljšem razmerju med pozitivnimi in negativnimi obdobji je lestvica ista, edina razlika je, da sta Obvezniški EUR (4) in Nova Europa uravnoteženi (7) zamenjala mesti.

Iz Tabel 7, 8 in 9 je razvidno, da nas tudi pri petletnih vlaganjih rezultati niso razočarali iz stališča presenečenja, ne le da sta Triglav in NLB spet ustvarila presenetljivo slabše rezultate, kot bi jih pričakovali, če vemo da preučujemo dobo, ki jo priporočajo vsi upravljavci, pri tej dobi je tudi KD v isti kategoriji. V dosedanjih proučevanih obdobjih je v nasprotju z ostalima dvema donosnost njegovih skladov rasla s stopnjo tveganja, medtem ko pri tej dobi tega ni opaziti in imajo najbolj tvegani skladi v najboljšem primeru podobno rast kot manj tvegani, če pa bi imeli smolo, bi bil padec skoraj 60 %. Izkazalo se je, da tudi tisti vlagatelji, ki so najbolj nagnjeni k tveganju skoraj nimajo razloga, da bi vlagali v najbolj tvegane sklade, saj je bila le pri NLB razlika v zaslužku med bolj tveganim skladom in najmanj tveganim nekoliko večja, pa še to samo pri enem skladu, medtem ko so bili ostali delniški skladi veliko slabši. Tako se je izkazalo, da kljub priporočilom o petletnih vlaganjih, s to dobo ne znižamo dovolj tveganja, da bi se splačalo vlagati v višje tvegane sklade. Rezultati so torej podobni rezultatom za krajša obdobja in nam kažejo podobno sliko o najboljših portfeljih. Če si bomo portfelj sestavili iz denarnih in obvezniških skladov bomo spali najmirnejše, za možnost višjih donosov pa je primerno dodati kakšen delniški sklad, ki je vezan na razvijajoča gospodarstva.

3.4 Komentar analize

Vse analize, ki sem jih opravil seveda veljajo za zadnjih deset let, ki pa so konec koncev leta globalizacije in modernega pogleda na gospodarstvo. Tega pogleda in razmišljanja verjetno še nekaj časa ne bomo spreminjali, tako lahko pričakujemo, da bodo tudi v naslednjem desetletju veljala podobna pravila in zakonitosti. Nekateri celo pravijo, da to ni gospodarska kriza, ampak sprememba načina delovanja sveta.

Iz teh podatkov lahko trdimo, da je v času krize ne glede na to pri katerem upravljavcu vlagamo in za koliko časa vlagamo najbolje izbrati manj tvegane sklade, saj se bomo le tako izognili negativnim donosom. Vsako drugačno vlaganje je bistveno bolj tvegano in bomo z veliko večjo verjetnostjo zmanjšali naše premoženje, kot pa ga povečali. Na začetku pisanja diplomske naloge sem si postavil vprašanje, na kakšen način je najbolje vlagati svoj denar v vzajemne sklade glede na oddaljenost ciljev, ki smo si jih zastavili. Za doseg ciljev imamo tako določen čas, ki ga lahko malo prilagajamo ne moremo pa ga drastično spreminjati, saj otroka ne bomo pošiljali pet let kasneje v šolo, ker so trenutno padci na borzi. Tako odgovor na to vprašanje ne more biti podan drugače, kot z upoštevanjem vseh scenarijev, torej tudi s krizo, ki je roko na srce pomembnejša za analizo kot časi ekspanzije, ravno zaradi precej točno določenih ciljev in časa, ki ga imamo za njihovo doseganje. Zato je moj pogled na vlaganje in hkrati tudi moj nasvet, ki sem si ga izoblikoval skozi analizo, vlagajmo varno in manj tvegano v večini primerov, razen če vlagamo izključno višek, ki ga bomo morda porabili za luksuzne dobrine in nam ni pomemben točen datum unovčevanja donosov. Torej ko si lahko privoščimo tveganje si ga, kar privoščimo, saj možnosti za visoke donose obstajajo in so pri KD skladih, ki je tudi najbolj specializiran za sklade, celo višje pri vseh analiziranih dobah kot možnosti za negativne donose, pri enoletnih obdobjih pa so te možnosti višje pri prav vse treh upravljavcih. Ko pa si ne moremo privoščiti večjih časovnih prilagajanj, takrat moramo vlagati v manj tvegane sklade, saj je le tako z veliko verjetnostjo mogoče doseči cilje.

SKLEP

Svet se spreminja s temi spremembami pa se spreminjajo tudi navade ljudi. To spremembo navad je zelo dobro videti pri načinu vlaganja in varčevanja, še posebej to velja za slovenske vlagatelje, kjer so spremembe zelo velike. Te velike spremembe so poleg sprememb navad povzročile tudi zakonske spremembe na tem področju. Pri nas tako pred 1.1.1992 sploh ni bilo vzajemnih skladov in nekaj časa je moralo preteči, da smo se Slovenci začeli navajati na nove oblike vlaganja in varčevanja. Za primerjavo naj povem, da so na Nizozemskem prvi sklad ustanovili 1929, v Ameriki pa že 1924.

Pričakovati je, da bodo vzajemni skladi še pridobivali na popularnosti, saj se svet močno nagiba k samostojnemu varčevanju za starost. To pomeni, da bomo prisiljeni več vlagati in tudi bolj razpršiti svoja vlaganja, zaradi raznih finančnih in gospodarskih nevarnosti, razpršitev pa je najlažje doseči prek skladov. Vzajemne sklade vse pogosteje vidimo kot enakovredni dodatek k raznim zavarovanjem, saj na takšen način poskrbimo za našo korist tudi v primer, če zavarovanja v času njegovega trajanja ne uveljavljamo. Živimo v svetu kjer je vodilna sila kapital in ne več v socializmu, zato lahko tudi tu pričakujemo racionalno vedenje ljudi in s tem še višjo rast števila zavarovanj, tako pa tudi več vlaganj v vzajemne

sklade. Zato je tako pomembno, da se vsi vsaj v osnovi poučimo, kaj vzajemni skladi sploh so in kaj lahko od njih pričakujemo in jih tako najboljše izrabimo za višanje svojega življenjskega standarda.

Finančne in gospodarske krize močno vplivajo na izbiro vzajemnih skladov za sestavo portfeljev. Ker smo bili v prejšnji krizi, ki bi lahko spremenila portfelje vlagateljev, z ukrepom takratnega guvernerja Banke Slovenije Franceta Arharja, obvarovani pred padci vrednosti delnic, smo obdržali zelo tvegan nabor vzajemnih skladov. Evropski vlagatelji pa so ves čas lahko opazovali, kaj tveganost skladov pomeni tudi v praksi in se za najbolj tvegane delniške in mešane vzajemne sklade odločali le v nekaj več kot polovici primerov vlaganja. Slovenci zaradi neupoštevanja tveganosti vzajemnih skladov še vedno, praktično vse kar vložimo, vložimo v najbolj tvegane oblike. Z mojo analizo sem pokazal, da se bomo tudi mi morali prilagoditi razmeram in popraviti svoje portfelje, če bomo hoteli doseči cilje vlaganj, ki definitivno niso znižati vrednost vložkov. Zaključek, ki ga lahko potegnem iz vsega prebranega in preučenega je ta, Slovenci bomo vlagali več, zavarovali se bomo bolj, to pa bomo delali manj rizično kot nam je v navadi trenutno. Vse kaže, da bo to bolje, kot to kar delamo sedaj.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (1996). Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1996. Najdeno 01. september 2011 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/porocilo_o_stanju_na_trgu_vp_v_letu_1996.pdf
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2009). Napotki vlagateljem za investiranje v vrednostne papirje in finančne instrumente. Najdeno 01. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.gbd.si/Clanki.aspx?l1=30&l2=10&id=346>
3. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2002). Letno poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001. Najdeno 01. september 2011 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/porocilo_o_stanju_na_trgu_vp_v_letu_2001.pdf
4. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2006). Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2005. Najdeno 01. september 2011 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/Porocilo_o_stanju_na_trgu_vp_v_letu_2005.pdf
5. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2007). Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006. Najdeno 01. septembra 2011 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/Porocilo_o_stanju_na_trgu_VP_v_letu_2006.pdf
6. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2011). Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2010. Najdeno 01. septembra 2011 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/Poro%C4%8Dilo_o_stanju_in_razmerah_na_trgu_FI_2010.pdf
7. Beguš, G., Koncilja, K. (2009). *Portfeljska teorija Vzajemcev. Naložbeni priročnik Vzajemcev 2010: Investiranje po finančni krizi*. Ljubljana: Vzajemci.
8. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2005). *Investments* (Sixt Edition). Boston: McGraw-Hill.
9. Fredman, A. J., & Wiles R. (1993). *How mutual fund work*. New York: Institute of finance.
10. Investment Company Institute. (2006). 2006 Investment Company Fact Book, 46th edition. Najdeno 20. septembra 2011 na spletnem naslovu http://www.ici.org/pdf/2006_factbook.pdf
11. Investment Company Institute. (2011). 2011 Investment Company Fact Book, 51st edition. Najdeno 20. septembra 2011 na spletnem naslovu http://www.ici.org/pdf/2011_factbook.pdf

12. Jerman, M. T. (2009). Napake, iz katerih se moramo nekaj naučiti. Najdeno 01. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://mojefinance.finance.si/257777/Napake-iz-katerih-se-moramo-nekaj-nau%C4%8Diti>
13. *KD skladi*. Najdeno 01. decembra 2011 na spletnem naslov <http://www.kd-skladi.si/>
14. Mramor, D. (2000). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. *Stečaj, ki je označil začetek svetovne finančne krize* (avtor ni naveden). (2010). Najdeno 01. Oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.demokracija.si/index.php/v-fokusu/tujina/2873-steaj-ki-je-oznail-zaetek-svetovne-finanne-krize%Ef%81%9D>
16. *NLB skladi*. Najdeno 01. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.nlbskladi.si/>
17. The European Fund and Asset Management Association. (2008). EFCF brochure 23 June 2008. Najdeno 01. novembra 2011 na spletnem naslovu http://www.dufas.nl/theme/dufas/uploadedfiles/EFCF_brochure_23_June_2008.pdf
18. *Trading economics*. Najdeno 01. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/>
19. *Triglav skladi*. Najdeno 01. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.triglavskladi.si/>
20. Uradni list RS št. 110/2002. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.
21. Uradni list RS št. 77/2011. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.