

# Metodologija izbora, izborne kategorije – skupine

## Metodologija ocenjevanja

Metoda »SLO Fund Rating« je zasnovana z namenom prikaza poslovanja vzajemnih skladov, ki se tržijo v Sloveniji na in kot je to praksa v najrazvitejših zahodnih državah. Koncept »SLO Fund Rating« vključuje klasične kazalce, ki ocenjujejo kvaliteto upravljanja posameznega vzajemnega sklada in jih zajemajo tudi naprednejše metode ocenjevanja vzajemnih skladov, ki so jih razvile svetovno priznane analitske hiše (Morningstar, Standard & Poor's, Lipper, itd.).

Metodologija »SLO Fund Rating« v svojem ocenjevanju vzajemnih skladov vključuje 4 področja oz. faktorje, ki so pomembni pri oceni kvalitete vzajemnega sklada. Ti so:

- Prvo področje je je **nagrada na enoto celotnega tveganja vzajemnega sklada** (sistematična in nesistematična tveganja), ki ga metoda ovrednoti s *Sharpeovim kazalcem*.
- Druga pomembna spremenljivka je vsekakor **največja možna izguba** (angl. Extreme Loss), kateri je posamezen vzajemni sklad v proučevanem obdobju izpostavljen. Mera, ki je bila v finančnem svetu razvita za potrebe merjenja maksimalne možne izgube je Value at Risk ali krajše VaR. Da bi s spremenljivko VaR lažje ovrednotili maksimalno tveganost proučevanega vzajemnega sklada smo to spremenljivko združili z donosom vzajemnega sklada in tako dobili kazalnik - *donosnost prilagojena za maksimalno izgubo oz. Return-Adjusted For Extreme Risk*.
- Tretji in najpomembnejši faktor, ki ima v končni oceni tudi največjo težo je **znanje upravljalca** oz. sposobnost upravljalca doseganja nadpovprečne donosa. Znanje upravljalca je v metodologiji »SLO Fund Rating« merjeno s *»informacijskim kazalcem«*, kateri meri presežno donosnost vzajemnega sklada nad primerljivim indeksom prilagojen s tveganjem presežnega donosa (angl. Active Risk) oz. sledilno napako (angl. Tracking Error).
- Četrto oz. zadnji faktor, ki meri **kontinuiteto doseganja pozitivnega/negativnega »informacijskega kazalca«** ali doslednost nadpovprečne/podpovprečne donosa poslovanja je *Hurstova eksponentna krivulja*.

## 1. MERILO NAGRADE NA ENOTO TVEGANJA

Sharpeov kazalec merjenja uspešnosti vzajemnih skladov je odkritje Nobelovega nagrajenca Williama F. Sharpea. Kazalec predstavlja absolutno mero uspešnosti in primerja presežno donosnost premoženja s celotno variabilnostjo (to pomeni s sistematičnim in nesistematičnim tveganjem) njegove donosnosti v proučevanem obdobju. Sharpeov koeficient prikazuje realizirano presežno donosnost premoženja nad netveganim premoženjem (Risk Free Benchmark), kjer celotno tveganje predstavlja standardni odklon proučevanega premoženja. Sharpeov koeficient je lahko tudi *merilo nagrade na enoto tveganja*. Sharpeov koeficient S izraža unamo sledeče:

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

S predstavlja Sharpeov kazalec,  $R_p$  donosnost vzajemnega sklada v preu evanem obdobju,  $R_f$  donosnost netveganega portfelja v preu evanem obdobju in  $\sigma_p$  standardni odklon (volatilnost) vzajemnega sklada v dolo enem obdobju.

Spremenljivka za merjenje donosnosti netveganega portfelja je povpre ni donos 10-letne nemške (državne) obveznice v preu evanem obdobju.

Metodologija »SLO Fund Rating« tudi odpravlja anomalijo negativnega Shapeovega kazalca. Omenjena anomalija je odpravljena s korekcijo standardnega odklona po slede i formuli:

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p^{-1}}$$

Ve o prilagoditvi anomalije Shapeovega kazalca: <http://allaboutalpha.com/blog/2009/09/02/alternative-viewpoints-using-the-modified-sharpe-information-ratios/>

## 2. MAKSIMALNA MOŽNA IZGUBA

Izmed širokega števila metodologij za merjenje uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov ve ina le-teh kot mero tveganja uporablja povpre no tveganje (angl. Average Risk), saj te metode predpostavljajo, da so vlagatelji v vzajemne sklade nenaklonjeni povpre nemu tveganju. Za razliko ve ine metodologij pa je razlaga in interpretacija tveganja metodologije »SLO Fund Rating« nekoliko druga na in kvalitetnejše tolma i odnos do tveganja širše skupine slovenskih vlagateljev v vzajemne sklade.

Kapitalski trgi so v zadnjem obdobju med slovenske vlagatelje prinesli neka nova spoznanja in obnašanja. Do leta 2008 so vsi doma i vlagatelji, ki nimajo dodatnega znanja o finan nih trgih dojemali naložbe v vzajemne sklade, kot razmeroma varno naložbo. V za etku leta 2008 je finan na kriza poskrbela za obrat trenda na globalnih trgih, kar je med doma e vlagatelje prineslo novo spoznanje o finan nih trgih. Glede na izkušnjo, ki so jo doma i vlagatelji spoznali v težavnih razmerah na kapitalskih trgih in posledi no tudi na trgu vzajemnih skladov lahko re emo, da ti dogodki ne bodo vplivali le na trenutno obnašanje doma ih vlagatelje, ampak bodo vplivali na njihovo obnašanje in odnos do tveganja tudi v bodo e.

Malokateri doma i vlagatelj je od pri etka zadnje recesije naletel na izkušnjo o njegovem dejanskem tveganju pri naložbah v vrednostne papirje, saj so vsi poznali le rast vrednosti naložb, ki so jo lahko spremljali na Ljubljanski borzi. Prav tako se je masovno vlaganje Slovencev v vzajemne sklade pri elo leta 2006, kot je bil trend na borzah pozitiven ter donosi na vseh globalnih kapitalskih trgih nadpovpre ni. Takrat o visokih izgubah na trgu finan nih inštrumentov ni bilo ne duha ne sluha in niti sleherni nepou eni vlagatelj si ni mogel predstavljati kakšne padce lahko naložbe v vzajemne sklade prinesejo. To je razlog zakaj so bili v preteklosti vsi doma i vlagatelji nenaklonjeni povpre nemu tveganju in niso poznali izraza ekstremne izgube.

Kot re eno je globalna recesija, ki je postregla z visokimi izgubami finan nih naložb v letu 2008 prinesla med doma e vlagatelje druga no sliko o investicijah na kapitalske trge, zato so se ti pri eli zavedati dejanskega tveganja in se spraševati o svojih naložbah slede e: *Koliko pa lahko v bistvu izgubim? Jaz nisem bil pripravljen toliko tvegati? Do sedaj sem izgubil 30%, ali lahko izgubim tudi vse? Kakšen je v bistvu »downside risk« mojega vzajemnega sklada? itd.* Navedena obnašanja vlagateljev dokazujejo, da se vlagatelji niso zavedali svojega tveganja oziroma svoje najve je možne izgube!

Preteklo obnašanje doma ih vlagateljev ter streznitev, ko je bilo jasno da so doma i vlagatelji v preteklosti prezirali tveganje potrjujejo, da slovenski vlagatelji niso naklonjeni do povpre nega tveganja, ampak so naklonjeni do maksimalne izgube, kateri so z njihovimi naložbami izpostavljeni.

Z namenom, da je v kon ni oceni posameznega vzajemnega sklada tudi delež maksimalnega možnega tveganja, kateremu je v prou evanem obdobju vzajemni sklad izpostavljen je bila v metodologijo »SLO Fund Rating« vpeljana mera za merjenje maksimalne možne izgube. V svetu financ je vsekakor najpomembnejša mera za merjenje maksimalne možne izgube prou evanega portfelja mera Value at Risk – VaR, zato je tudi metodologija »SLO Fund Rating« za izra unavanje maksimalne možne izgube izbrala to mero. Zaradi optimalne integracije same spremenljivke v metodologijo pa bo mera Value at Risk – VaR ovrednotena v kazalcu donosnost vzajemnega sklada prilagojena za maksimalno možno izgubo (*angl. Return-Adjusted For Extreme Risk*).

### **Kaj je pravzaprav Value at Risk?**

Value at Risk, v nadaljevanju VaR je mera maksimalne možne izgube posameznega portfelja v prou evanem obdobju ob predpostavki normalnih tržnih pogojev. VaR je mera, ki z statisti nimi in simulacijskimi modeli ocenjuje maksimalno tveganje posameznega portfelja.

VaR meri volatilitnost vseh sredstev v portfelju posameznega vzajemnega sklada. To pomeni, ve ja kot je volatilitnost naložb vzajemnega sklada ve ja je verjetnost nizke donosnosti posameznega vzajemnega sklada.

Na primer, upravljavec vzajemnega sklada ima lahko v portfelju za 100 milijonov evrov naložb z nizko volatilitnostjo, kar pomeni da je tveganje visokih izgub razmeroma nizko. Na drugi strani pa lahko upravljavec investira teh 100 milijonov v visoko tvegane naložbe, ki so praviloma tudi veliko bolj volatilne. V tem primeru pa lahko upravljavec doseže visoke donose, ampak je ob tem izpostavljen visokemu tveganju, kar pomeni da je tveganje do mogo ih visokih izgub veliko. Najenostavneje povedano VaR meri možnost nastanka teh izgub in jih tudi vrednostno izmeri.

Metodologija »SLO Fund Rating« izra unava mero tveganja VaR po modelu zgodovinskih vrednostih, saj so le-ti v celoti in v pravem asu javni, tako da lahko metodologija oceni vrednost VaR za vsak posamezen vzajemni sklad, ki je vklju en v »SLO Fund Rating« ocenjevalni proces. Vsekakor je za dobro oceno VaR najpomembnejša kvaliteta zgodovinskih VEP posameznega vzajemnega sklada, kar se metodologija »SLO Fund Rating« mo no zaveda, zato s posebno skrbnostjo te podatke zbere in obdela.

### **Donosnost prilagojena za maksimalno izgubo (*Return-Adjusted For Extreme Risk*)**

Zaradi lažjega ovrednotenja maksimalnega tveganja in integracije njene ocene v samo metodologijo smo mero maksimalnega tveganja VaR združili z donosom vzajemnega sklada v prou evanem obdobju. S to potezo dobimo kazalec donosnost prilagojen za maksimalno izgubo, ki ga izra unamo po slede i formuli:

$$RAER = \frac{D_{vs(t)}}{VAR_t}$$

kjer je  $D_{vs(t)}$  donosnost vzajemnega sklada v obdobju  $t$  in VaR mera maksimalnega tveganja v obdobju  $t$ .

Metodologija »SLO Fund Rating« tudi odpravlja anomalijo negativnega RAER kazalca. Omenjena anomalija je odpravljena s korekcijo VaR po slede i formuli:

$$RAER = \frac{D_{vs(t)}}{VAR_t^{-1}}$$

### **3. ZNANJE UPRAVLJALCA VZAJEMNEGA SKLADA**

Znanje upravljavca vzajemnega sklada metodologija »SLO Fund Rating« meri s Informacijskim kazalcem.

Informacijski koeficient je metoda merjenja uspešnosti vzajemnega sklada, ki ga je razvil – prav tako kot Sharpeov kazalec – William F. Sharpe. Oba kazalca merita tveganju prilagojeno donosnost (angl. Risk-Adjusted Return), vendar sta njuni interpretaciji in sama kon na rezultata povsem razli na.

Informaciski kazalec je relativna mera donosnosti, ki meri donosnost in tveganje prou evanjega vzajemnega sklada z izbranim primerljivim indeksom – ben markom. Imenovalec Informacijskega kazalca je presežna donosnost vzajemnega sklada nad primerljivim indeksom ali »alfa«, ki je lahko tako pozitivna kakor tudi negativna. Kon no vrednost kazalca pa dobimo z deljenjem presežne donosnosti vzajemnega sklada s standardnim odklonom presežne donosnosti oziroma »alfe«, ki jo lahko z drugimi besedami imenujemo tudi sledilna napaka (angl. tracking error) ali tudi tveganje »alfe« (angl. active risk). Ali druga e Informacijski kazalec je presežen donos vzajemnega sklada nad primerljivim indeksom ali »alfa« deljeno s tveganjem »alfe« oziroma sledilno napako.

Informacijski koeficient izra unamo po sledeči formuli:

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

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

Metodologija »SLO Fund Rating« tudi odpravlja anomalijo negativnega Informacijskega kazalca. Omenjena anomalija je odpravljena s korekcijo standardnega odklona po slede i formuli:

$$IR = \frac{R_p - R_{PKI}}{\sigma(e)_p^{-\beta}} - 0,15$$

je ob utljivost vzajemnega sklada na gibanje primerljivim indeksom – ben markom v prou evanem obdobju.

Ve o prilagoditvi anomalije Informacijskega kazalca (str. 15-17): <https://www.wpi.edu/Pubs/ETD/Available/etd-0824104-155216/unrestricted/Blatt.pdf>

Razlaga kon nega rezultata Informacijskega kazalca je slede a: Višja kot je vednost IR ve znanja je upravljavec uporabil v danih okoliš inah, da je dosegel visoko presežno donosnost nad primerljivim indeksom z najnižjim možnim tveganjem oziroma ve jo presežno donosnost kot so jo ustvarili primerljivi vzajemni skladi v posamezni skupini.

Nekateri tuji poznavalci podro ja ocenjevanja vzajemnih skladov s Informacijskim kazalcem trdijo, da vrednost IR posameznega vzajemnega sklada nad 0,5 praviloma uvrš a vzajemni sklad med najboljšo etrtino vzajemnih skladov v posamezni skupini. To tudi pomeni, da je upravljavec vzajemnega sklada ustvaril »alfo«, ki za ve kot polovico presega tveganje vzajemnega sklada (volatilnost).

Dodana vrednost oziroma ar Informacijskega kazalca je tveganje »alfe« (angl. active risk) oziroma sledilna napaka vzajemnega sklada (angl. tracking error). Na primer, dva vzajemna sklada imata lahko enaka relativna presežna donosa nad primerljivim indeksom, vendar imata popolnoma razli na Informacijska kazalca. e je presežni donos dveh vzajemnih skladov 200 bazi nih to k oziroma 2 odstotka in sledilna napaka vzajemnega sklada A 400 bazi nih to k ter vzajemnega sklada B 800 bazi nih to k potem je IR vzajemnega sklada A 0,50 in vzajemnega sklada B 0,25. Vsekakor je tveganje upravljavca B znatno višje kot pa upravljavca A, kar se tudi odraža na kon ni vrednosti IR in dokazuje, da je tveganje oziroma volatilnost vzajemnega sklada glavna spremenljivka za dobro kon no oceno Informacijskega kazalca.

#### **4. DOSLEDNOST POSLOVANJA VZAJEMNEGA SKLADA**

Za vsakega vlagatelja, ki želi izbrati uspešen in zanesljiv vzajemni sklad je vsekakor pomembna doslednost doseganja pozitivnega rezultata v vsakem posameznem prou evanem obdobju. Ocena posameznega vzajemnega sklada mora v svojem vrednotenju upoštevati tudi komponento kontinuitete doseganja pozitivne donosnosti, saj le-ta prikazuje zmožnost preseganja primerljivega indeksa na daljše obdobje. Na splošno vlagatelji verjamejo, da vzajemni sklad, ki je eno leto dosegel dober rezultat ima ve jo verjetnost, da ga bo dosegel tudi naslednje leto, kot pa vzajemni sklad, ki je prou evano leto posloval podpovpre no. To je logika, ki jo zasleduje ve ina metodologij, ki merijo uspešnost poslovanja vzajemnih skladov.

Metodologija »SLO Fund Rating« temelji na ponavljanju preteklega poslovanja in se usmerja ocenjevati zmožnost upravljavca dosegati pozitiven Informacijski kazalec med celotnim obdobjem ocenjevanja vzajemnega sklada. Metodologija preverja zaporedje doseganja pozitivnega poslovanja in samega nihanja pozitivnih in negativnih obdobj vzajemnega sklada (Hurstova eksponentna krivulja).

Hurstova eksponentna krivulja je statistična mera za razvrščanje časovnih vrst, kakor tudi mera za predvidevanje bodočega trenda. V primeru, da Hurstova eksponentna krivulja s svojo vrednostjo prikazuje močan trend (vrednost Hurstove eksponentne krivulje okrog oziroma nad 1), to pomeni, da je ta trend bolj predvidljiv od tistih, katerih vrednost Hurstova eksponentne krivulje se giblje okrog ali pod vrednostjo 0,5. Ali drugače bližje kot je vrednost Hurstove eksponentne krivulje številu 1, večja je moč trenda oziroma višja je doslednost poslovanja vzajemnega sklada.

Kot že rečeno se vrednost Hurstove eksponentne krivulje pri normalnih okvirih volatilitnosti giblje med 0 in 1 (lahko tudi preseže to vrednost). Glede na vrednosti Hurstove eksponentne krivulje ločimo tri kategorije doslednosti poslovanja vzajemnih skladov:

1.  $H = 0,5$  – predstavlja *nevtravno doslednost* v poslovanju vzajemnega sklada.
2.  $0 < H < 0,5$  – zajema vrednosti, ki predstavljajo *nedosledno poslovanje* vzajemnega sklada v proučevanem obdobju. Nedosledno poslovanje pomeni, da pozitivnemu poslovanju v veliki verjetnosti sledi negativno in obratno. Pri nedoslednem poslovanju vzajemnega sklada je donosnost v obdobju  $t$  in  $t+1$  nekorelirana oziroma med donosi v posameznem časovnem obdobju ne obstaja nikakršna povezava (korelacija).
3.  $0,5 > H > 0$  – predstavlja *dosledno poslovanje* vzajemnega sklada v proučevanem obdobju. Doslednost v doseganju pozitivnega donosa pomeni, da pozitivnemu donosu sledi pozitiven donos, ki je največkrat vsaj enak ali boljši od predhodnega. Obratno kot pri nedoslednem poslovanju, pa pri doslednem poslovanju vzajemnega sklada obstaja pozitivna povezanost (korelacija) med donosi v obdobju  $t$  in  $t+1$ .

***Izračun vrednosti Hurstove eksponentne krivulje:***

- a) Najprej izračunamo presežen donos vzajemnega sklada nad primerljivim indeksom za vsako posamezno časovno obdobje (teden):

$$PD_{vs(t)} = D_{vs(t)} - D_{b(t)}$$

kjer je presežna donosnost vzajemnega sklada  $PD_{vs}$  v obdobju  $t$  razlika med donosom vzajemnega sklada  $D_{vs}$  v obdobju  $t$  in donosom primerljivega indeksa  $D_b$  v obdobju  $t$ .

- b) Nato izračunamo razliko  $Y_t$  med presežnim donosom  $PD_{vs}$  v obdobju  $t$  in povprečnim donosom vzajemnega sklada  $D^*_{vs}$  v proučevanem obdobju:

$$Y_t = PD_{vs(t)} - D^*_{vs}$$

$$D^*_{vs} = 1/T \sum D_{vs(t)}$$

- c) Če seštejemo vse razlike med presežnim donosom v obdobju  $t$  in povprečnim donosom vzajemnega sklada v proučevanem obdobju dobimo spremenljivko  $Z_t$ :

$$Z_t = \sum Y_t$$

- d) Sledi izraz razpona (angl. range) med največjo in najmanjšo vrednostjo spremenljivke  $Z_t$ :

$$R_t = \max (Z_1, Z_2, \dots, Z_t) - \min (Z_1, Z_2, \dots, Z_t)$$

- e) Za potrebe opazovanja podatkov iz različnih časovnih serij je Hurst razpon delil (normaliziral) s standardnim odklonom opazovanj. Novo normalizirano spremenljivko je imenoval prilagojeni razpon (angl. rescaled range). Razpon  $(R/S)_t$  narašča s časom zato je zapisan na sledeči način:

$$(R/S)_t = c \cdot t^H$$

kjer je spremenljivka  $c$  konstanta in spremenljivka  $H$  Hurstov eksponent.

- f) Z nadaljnjimi matematičnimi operacijami pridemo do končne formule za izraz Hurstove eksponentne krivulje, ki je sledeča:

$$H = 1/\ln T * \ln( (Z_1 - Z_2) / \dots )$$

kjer je spremenljivka  $D_{vs(t)} : ((1/T-1) (D_{vs(t)} - D_{vs}^*))^{1/2}$

Več o Hurstovi eksponentni krivulji najdete na:

<http://qianbo.myweb.uga.edu/research/Hurst.pdf>

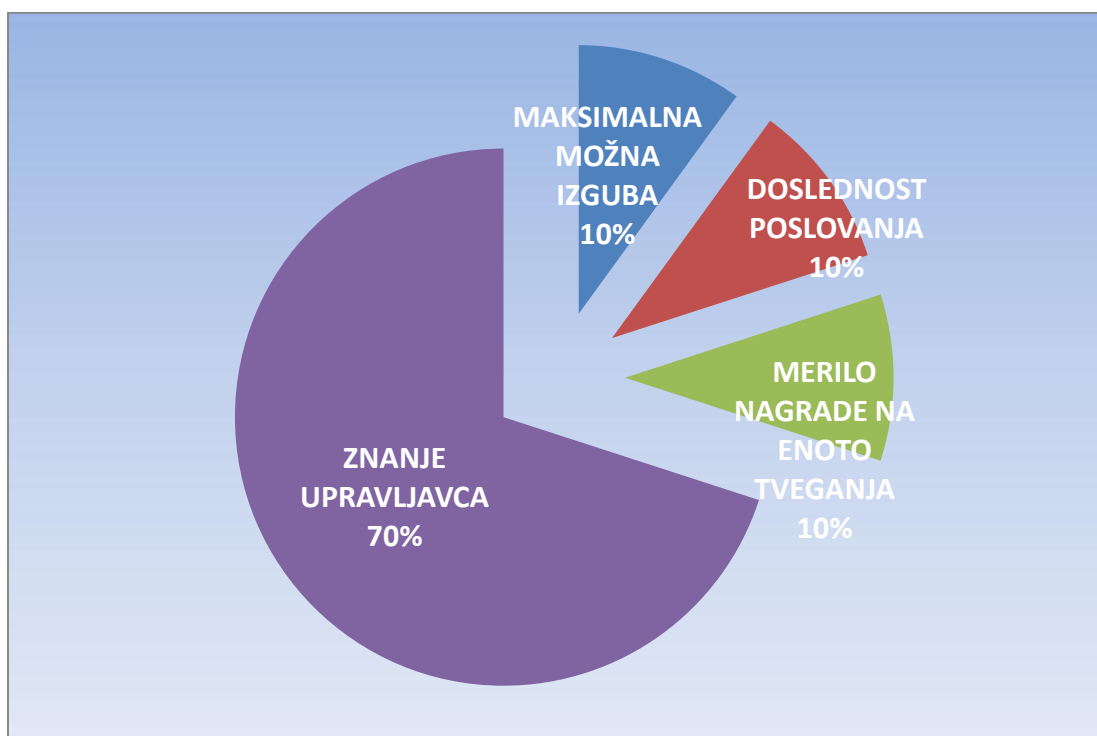
na <http://www2.polito.it/ricerca/noiselab/Pdf/PhysicaA344.pdf>

in na [http://www.cek.ef.uni-lj.si/u\\_diplome/grahek1525.pdf](http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/grahek1525.pdf) (str. 39-41).

### **Shema metodologije za ocenjevanje vzajemnih skladov »SLO Fund Rating«**

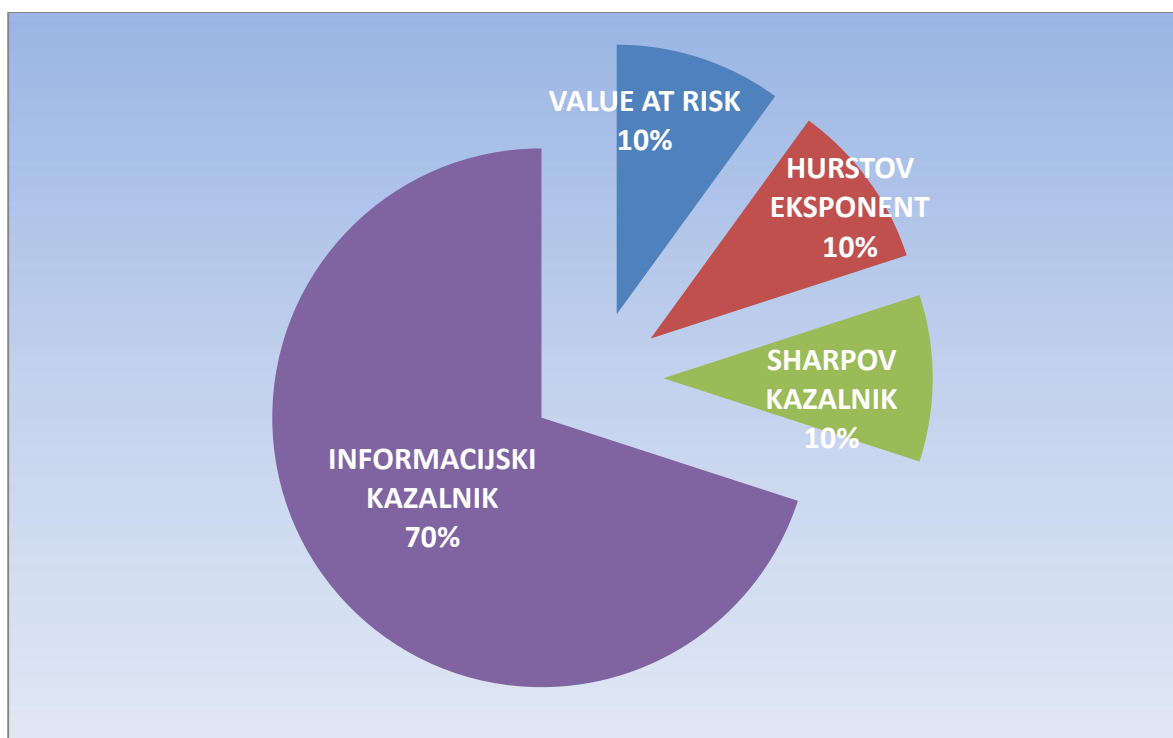
1. Preseženi donos vzajemnega sklada nad privzetim tveganjem oziroma merilo nagrade na enoto tveganja (*Sharpeov kazalec*)
2. Tveganost portfelja vzajemnega sklada, merjena s kazalcem maksimalne možne izgube (*Value at Risk*) oziroma donosnost prilagojena za maksimalno izgubo (*Return-Adjusted For Extreme Risk*)
3. Znanje upravljavca vzajemnega sklada (*Informacijski kazalec*)
4. Doslednost poslovanja vzajemnega sklada (*Hurstova eksponentna krivulja*)

Slika 1: Grafi ni prikaz kon ne ocene »SLO Fund Ratinga«



...ali statisti no...

Slika 2: Grafi ni prikaz (statisti ni) kon ne ocene »SLO Fund Ratinga«





Uteži posameznih obdobj v kon ni oceni vzajemnega sklada:

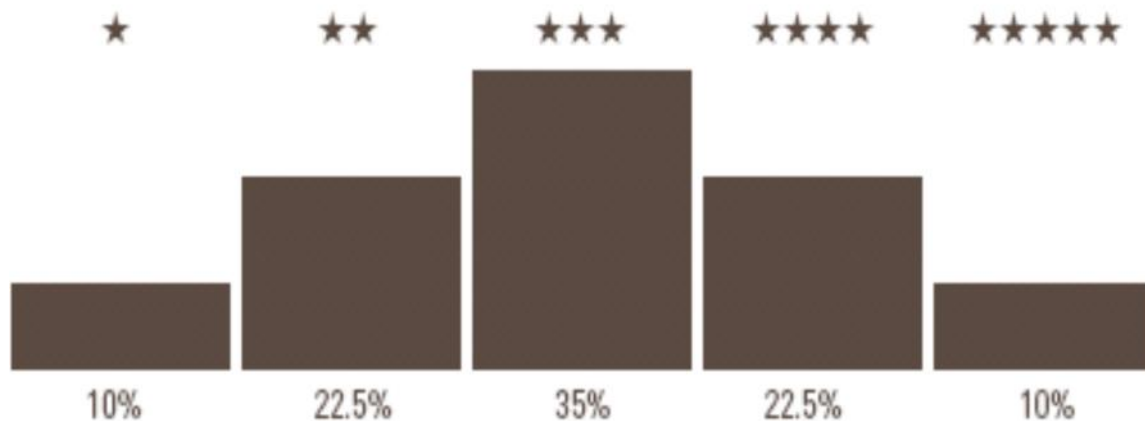
- 3 letno obdobje: 100% triletna ocena VS
- 5 letno obdobje: 70% petletna ocena VS in 30% triletna ocena VS

### Kon ne ocene vzajemnih skladov »SLO Fund Rating« z zvezdicami

Zadnja faza v procesu pridobivanja kon ne ocene za posamezni vzajemni sklad v metodologiji »SLO Fund Rating« je dolo anje število zvezdic preu evanemu vzajemnemu skladu. Višji kot je seštevek ocenjenih faktorjev, ve ja je zmožnost vzajemnega sklada, da pridobi ve je število zvezdic. Število zvezdic v metodologiji »SLO Fund Rating« se dolo i vzajemnemu skladu po slede i lestvici:

- ★★★★★ najboljših 10 % vzajemnih skladov
- ★★★★ nadpovpre nih 22,5 % vzajemnih skladov
- ★★★ povpre nih 35 % vzajemnih skladov
- ★★ podpovpre nih 22,5 % vzajemnih skladov
- ★ najslabših 10 % vzajemnih skladov

Slika 3: Ocene VS z zvezdicami porazdeljene z normalno distribucijo



#### Opozorilo:

Zgornja lestvica je ocena vzajemnih skladov na osnovi preteklih podatkov. Za izbiro pravega vzajemnega sklada, ki odseva vse vlagateljeve želje, potrebe in želena tveganja morajo vlagatelji v vzajemne sklade imeti še nekatere dodatne informacije o sami naložbi ne le preteklo poslovanje, saj kot je znano pretekli donosi ne pogojujejo bodo ih donosov.

#### **Postopek izra una kon ne ocene VS za 3-letno obdobje:**

1. Izra unamo Sharpeov, Informacijski kazalec, donosnost prilagojeno za maksimalno izgubo in Hurstov eksponent za 3-letno obdobje.
2. Ker imajo navedeni faktorji razli ne vrednosti, ki se ne morejo preprosto sešteti jih moramo prilagoditi tako, da jih standardiziramo na enak imenovalec. To storimo s

statisti no standardizacijo, ki nam omogo i, da lahko vse tri faktorje preprosto seštejemo.

3. Ko izra unamo vse štiri faktorje jih seštejemo na na in, da Informacijski kazalec pomnožimo krat dva. S tem prilagodimo uteži ocenjevanih faktorjev, saj ima informacijski kazalec 7 - kratno utež.
4. Seštejemo posamezne ocene (Formula =  $7*IR+S+RAER+H$ ) in vsakemu VS dodelimo oceno
5. Zmagovalec posamezne skupine je tisti vzajemni sklad, ki v prou evanem obdobju doseže ve jo število to k in obratno.
6. Z normalno porazdelitvijo razporedimo vzajemne sklade po posamezni skupini in vsakemu izmed njih dolo imo število zvezdic.

### **Postopek izra una kon ne ocene VS za 5-letno obdobje:**

1. Na enak na in izra unamo Sharpeov, Informacijski kazalec, donosnost prilagojeno za maksimalno izgubo in Hurstov eksponent za 5-letno obdobje
2. Ker imajo navedeni faktorji razli ne vrednosti, ki se ne morejo preprosto sešteti jih moramo prilagoditi tako, da jih standardiziramo na enak imenovalec. To storimo s statisti no standardizacijo, ki nam omogo i, da lahko vse štiri faktorje preprosto seštejemo.
3. Seštejemo posamezne ocene (Formula =  $7*IR+S+RAER+H$ ) in vsakemu VS dodelimo oceno.
4. Za izra un kon ne vrednosti posameznega vzajemnega sklada za petletno obdobje uporabimo slede o formulo:

$$O_5 = 0,7 \times \text{petletna ocena} + 0,3 \times \text{triletna ocena}$$

5. Zmagovalec posamezne skupine je tisti vzajemni sklad, ki v prou evanem obdobju doseže ve jo število to k in obratno.
6. Z normalno porazdelitvijo razporedimo vzajemne sklade po posamezni skupini in vsakemu izmed njih dolo imo število zvezdic.

### **Ocene vzajemnih skladov z metodologijo »SLO Fund Rating«**

Vzajemni skladi so v metodologiji »SLO Fund Rating« ocenjeni po pravilih, ki bodo podana v nadaljevanju. e vzajemni sklad ne izpolnjuje vseh pravil ga metodologija ne uvrsti v eno izmed ocenjevanih skupin.

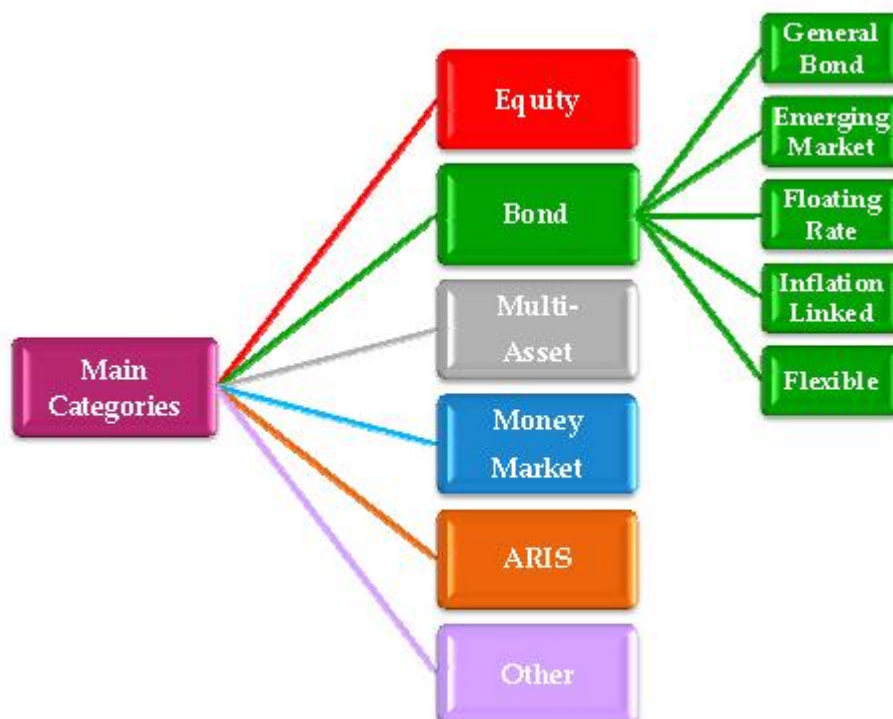
- Metodologija »SLO Fund Rating« se izra unava za preteklo obdobje;
- Obdobje ocenjevanja je 3 leta in 5 let;
- V vsaki podskupini mora biti najmanj 5 vzajemnih skladov razli nih upravljavcev, ki izpolnjujejo formalne kriterije te skupine;
- Skupine vzajemnih skladov, kjer je dolgoro no evidentno, da bo v skupini 5 ali ve vzajemnih skladov si ocenjevalec pridruže pravico eno ali dvoletnega prehodnega obdobja za zmanjšanje skupine na 4 ali 3 vzajemne sklade v skupini. Namen navedenega ukrepa je konsistentnost ocenjevanja dolo ene skupine;
- Za uvrstitev posameznega vzajemnega sklada v ocenjevalni proces za 3 letno obdobje mora le-ta imeti zgodovinske zapiske VEP za najmanj zadnja 3 leta in pol (prilagoditev vzajemnega sklada investicijski politiki) oz. ni »bistveno« (vsaj 25%) spreminjal naložbene politike zadnja 3 koledarska leta;

- Za uvrstitev posameznega vzajemnega sklada v ocenjevalni proces za 5 letno obdobje mora le-ta imeti zgodovinske zapiske VEP za najmanj zadnjih 5 let in pol (prilagoditev vzajemnega sklada investicijski politiki) oz. ni »bistveno« (vsaj 25%) spreminjal naložbene politike zadnjih 5 koledarskih let;
- Pri tujih vzajemnih skladih, ki imajo na trgu več tranš vzajemnega sklada, se oceni samo osnovna tranša vzajemnega sklada. (Ne ocenjujemo tranš: zaščitene za valutno tveganje, v ne osnovnih valutah, izločene so tranše za institucionalne vlagatelje, itd.);
- V skupine delniških vzajemnih skladov so zajeti tisti, ki vlagajo v »Large Cap« in »Mid Cap«, medtem ko so vzajemni skladi, ki vlagajo samo v »Small Cap« razvrščeni v ločene skupine in se ocenjujejo, le če je v skupini dovolj kandidatov;
- Vzajemni skladi so razvrščeni v skupine glede na sestavo njihovega portfelja na določen dan ter v nekatere skupine glede na investicijsko politiko vzajemnega sklada. Natančni pogoji za posamezno skupino so navedeni spodaj pri opisu skupine;
- Kriterij na dan 31.7. pomeni naložbe vzajemnega sklada, ki jih upravljavci sporočijo izvajalcu s pomočjo vprašalnika posebej pripravljene za pregled portfelja na ta dan. Navedene podatke upravljavci objavljajo v podobni obliki v mesečnih poročilih posameznega vzajemnega sklada;
- Skupine vzajemnih skladov so sestavljene glede na karakteristike vzajemnih skladov na trgu in se po potrebi dodajajo ali odstranijo;
- Indeksni skladi so zaradi svoje specifičnosti izključeni iz ocenjevalnega procesa;
- Vzajemni skladi, ki izplačujejo dividende oz. obresti so izključeni iz ocenjevalnega procesa, saj niso primerljivi s tistimi vzajemnimi skladi, ki ta sredstva reinvestirajo;
- V ocenjevalni proces se uvrstijo le tisti vzajemni skladi, katerih VEP-i so javno dostopni s štirimi (4) števkami oziroma jih izvajalcu ocenjevanja dostavi njihov upravljavec;
- Vzajemne sklade so ocenjeni v valuti evro. Za tiste vzajemne sklade, ki kotirajo v drugi je upravljavec oz. zastopnik zavezan dostaviti VEP-e v evrih. V izjemnih primerih jih ocenjevalec pretvori v valuto Evro po dnevni zaključni ceni te aju dostopni na terminalu Bloomberg;
- Vzajemni sklad, kateri bo preoblikovan/združen/ukinjen se izloči iz ocenjevanja v primeru, da ta ne bo več na voljo vlagateljem na trgu po napovedani spremembi. Informacija mora biti javno objavljena najkasneje 30 dni pred objavo rezultatov oziroma je informacija znana/vnaprej javljena s strani DZU izborni komisiji«.
- V primeru, da v terminu po objavi nominiranih vzajemnih skladov po skupinah (okvirno v mesecu decembru za ocenjevano leto) in zaključkom ocenjevalnega procesa (konec meseca februarja tekočega leta) ocenjevalna komisija pridobi informacije, da so bile pri katerem izmed nominiranih skladov grobo kršena pravila upravljanja ima uredništvo Mojih Financ pravico, da naknadno poseže v seznam nominirancev in ta vzajemni sklad izloči iz ocenjevalnega procesa. V primeru, da gre po mnenju uredništva za hujšo kršitev lahko ta izloči tudi vse ostale vzajemne sklade te družbe iz ocenjevanja za tekoče leto.

## **Skupine vzajemnih skladov in primerjalni indeksi - benchmarki**

Osnova za klasifikacijo VS po skupinah je EFC (European Fund Classification), ki ga je aprila 2012 javno priporočila EFAMA, kot smernico v bode vse evropskim upravljavcem vzajemnih skladov.

Klasifikacija je slede a:



## 1. Obdobje 3 leta

- a) Sklad posluje že vsaj od 30.6.2015
- b) V Sloveniji je bil v uradni ponudbi celotno leto 2018

*Kategorije:*

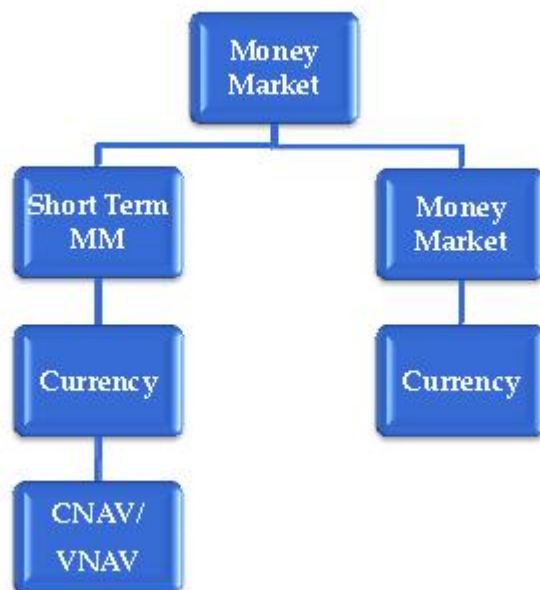
<b>DELNIŠKI VS</b>	<b>MEŠANI VS</b>	<b>OBVEZNIŠKI VS</b>	<b>DENARNI VS</b>
<b>Regijski:</b>	MEŠANI GLOBALNI	OBVEZNIŠKI GLOBALNI	DENARNI EVRO
DELNIŠKI GLOBALNI	MEŠANI GLOBALNI FLEKSIBILNI	OBVEZNIŠKI EVROPSKI	
DELNIŠKI EVROPSKI			
DELNIŠKI TRGI V RAZVOJU (GLOBAL EM)			
DELNIŠKI BRIC			
DELNIŠKI EVROPSKI TRGI V RAZVOJU (EEM)			
DELNIŠKI AZIJA- OCEANIJA			
DELNIŠKI BALKAN			
DELNIŠKI SEVERNA AMERIKA			
<b>Sektorski:</b>			
DELNIŠKI FARMACIJA IN ZDRAVSTVO			
DELNIŠKI ENERGINA, MATERIALI IN JAVNA OSKRBA			
DELNIŠKI INFORMACIJSKA TEHNOLOGIJA			

## I. Denarni Evro VS

Kriterij: v povpre ju vsaj 90% naložb denominiranih v valuti EUR na prese ni dan 31.7. v zadnjih treh letih. V to skupino se uvrš ajo tudi VS, ki vlagajo ve kot 90% sredstev v dolžniške VP s povpre no ro nostjo vseh pozicij krajšo od enega leta na prese ni dan 31.7. v zadnjih treh letih.

Osnova za kriterijski indeks je Euribor 3M (Bloomberg: EUR003M index). Vsak ocenjevalni dan se izra una dnevni Euribor 3M (vrednost na dan deljeno z 365 dni). Za etna vrednost indeksa je 100, nato pa se dnevno vrednost Euribor 3M obrestuje z obrestno-obrestnim ra unom na na in kot banke obrestujejo depozite.

EFC klasifikacija denarnih vzajemnih skladov:

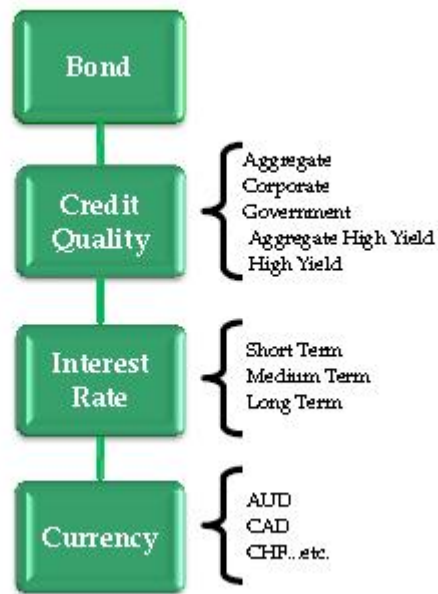


## II. Obvezniški VS

**a) Globalni** (Kriterij: globalna investicijska politika vzajemnega sklada. Vzajemni sklad ne sme imeti ve kot 30% obveznic brez investicijske ocene oz. s tvegano investicijsko oceno (Non Investment Grade). Sredstva naložena v denar v povpre ju ne smejo presegati 20% vrednosti portfelja. Sredstva naložena v delnice ne smejo presegati 10% portfelja. Poleg navedenega naložbe v obveznice EM ne smejo presegati 30% sredstev vzajemnega sklada. Kriterijski indeks je 100% JPM Global Aggregate Bond Index – Total Return Unhedged EUR (Bloomberg oznaka: JGAGGEUR Index))

**b) Evro** (Kriterij: investicijska politika vzajemnega sklada usmerjena v evropske (Euro) obveznice, ki imajo v povpre ju vsaj 80% sredstev denominiranih valuti EUR dne 31.7. v zadnjih treh letih. V tej skupini vzajemni skladi investirajo v vse tipe obveznic (Government & Corporate) z investicijsko oceno (Investment Grade). Vzajemni sklad ne sme imeti ve kot 30% obveznic brez investicijske ocene oz. s tvegano investicijsko oceno (Non Investment Grade). Sredstva naložena v denar v povpre ju ne smejo presegati 20% vrednosti portfelja. Sredstva naložena v delnice ne smejo presegati 10% portfelja. Kriterijski indeks 100% Barclays Capital Euro Aggregate Bond Index (Bloomberg oznaka: LBEATREU Index).)

EFC klasifikacija obvezniških vzajemnih skladov:



### III. Mešani VS (ve kot 10% delnic oz. obveznic):

a) **Globalni** (Kriterij: globalna investicijska politika vzajemnega sklada. Ve kot 10% delnic oz. obveznic v portfelju na dan 31.7. v zadnjih treh letih. Kriterijski indeks je MSCI AC World Index Daily Net TR EUR (Bloomberg oznaka: NDEEWNR Index) in JPM Global Aggregate Bond Index – Total Return Unhedged EUR (Bloomberg oznaka: JGAGGEUR Index).)

Razporeditev glede na investicijsko politiko mešanega sklada:

- **Defenzivni**: 35% delniški indeks (NDEEWNR Index) in 65% obvezniški indeks (JGAGGEUR Index)
- **Uravnoteženi**: 50% delniški indeks (NDEEWNR Index) in 50% obvezniški indeks (JGAGGEUR Index)
- **Dinami ni**: 65% delniški indeks (NDEEWNR Index) in 35% obvezniški indeks (JGAGGEUR Index)

b) **Globalni fleksibilni (poljubno izbran odstotek delnic oz. obveznic)** (Kriterij: globalna investicijska politika vzajemnega sklada. Kriterijski indeks je 65% MSCI AC World Index Daily Net TR EUR (Bloomberg oznaka: NDEEWNR Index) in 35% JPM Global Aggregate Bond Index – Total Return Unhedged EUR (Bloomberg oznaka: JGAGGEUR Index).)

EFC klasifikacija mešanih vzajemnih skladov:



#### IV. Delniški VS:

Delniški VS imajo v portfelju lahko v povpreju manj kot 10% obveznic na dan 31.7. v zadnjih treh letih. Tisti, ki imajo v povpreju več kot 10% obveznic spadajo med dinamične mešane vzajemne sklade.

- **Regijski vzajemni skladi**

a) **Globalni** (Kriterij: globalna investicijska politika vzajemnega sklada (vključuje EM). Vsaj 85% sredstev naloženih v povpreju naloženih v delniške naložbe v ocenjevanem obdobju. Kriterijski indeks je MSCI AC World Index Daily Net TR EUR (Bloomberg oznaka: NDEEWNR Index).)

b) **Globalni – Razviti trgi** (Kriterij: globalna investicijska politika vzajemnega sklada, natančneje samo razviti trgi (brez EM). V to skupino uvrščamo sklade, ki so osredotočeni izključno na razvite trge. Vsaj 85% sredstev naloženih v povpreju naloženih v delniške naložbe v ocenjevanem obdobju. Kriterijski indeks je MSCI World Index Daily Net TR EUR (Bloomberg oznaka: MSDEWIN Index).)

c) **Evropski** (Kriterij: v povpreju vsaj 85% delniških naložb na trgih EU (vključuje tudi Švico, VB in Norveško) dne 31.7. v zadnjih treh letih. Kriterijski indeks je 100% MSCI Daily Net TR Europe Euro Index (Bloomberg oznaka: MSDEE15N Index).)

d) **Trgi v razvoju (GEM)** (Kriterij: v povpreju vsaj 85% delniških naložb na trgih v razvoju (EM) dne 31.7. v zadnjih treh letih. Vzajemni skladi omejeni zgolj na en kontinent se ne uvrstijo v to skupino. Naložbe vzajemnega sklada uvrščene v to skupino morajo obsegati vsaj 50% naložb v glavne GEM trge, to so BRIC trgi. Kriterijski indeks je MSCI Emerging Markets Daily Net TR EUR Index (Bloomberg oznaka: MSDEEEMN Index).)

**d) Evropski trgi v razvoju (EEM)** (Kriterij: v povpre ju vsaj 85 % delniških naložb na evropskih trgih v razvoju dne 31.7. v zadnjih treh letih. Kriterijski indeks je MSCI Daily TR Net Emerging Markets Eastern Europe USD (Bloomberg oznaka: NDUEEMEE Index) pretvorjen v EUR.)

**e) Azija-Oceanija** (Kriterij: v povpre ju vsaj 85 % delniških naložb na azijskih trgih dne 31.7. v zadnjih treh letih. Kriterijski indeks je MSCI AC Daily TR Net Asia Pacific USD Index (Bloomberg oznaka: NDUEACAP Index) pretvorjen v EUR.)

**f) Balkan** (Kriterij: v povpre ju vsaj 85 % delniških naložb na Balkanu dne 31.7. v zadnjih treh letih. Kriterijski indeks je indeks 10% SBI TOP in 90% Dow Jones STOXX Balkan 50 Equal Weight Index (Bloomberg oznaka: SXB5P Index).)

**g) Severna Amerika** (Kriterij: v povpre ju vsaj 85% delniških naložb na trgih Severne Amerike (ZDA in Kanada) dne 31.7. v zadnjih treh letih. Kriterijski indeks je indeks MSCI Daily Net TR North America Euro (Bloomberg: MSDENAN Index).)

- **Sektorski vzajemni skladi**

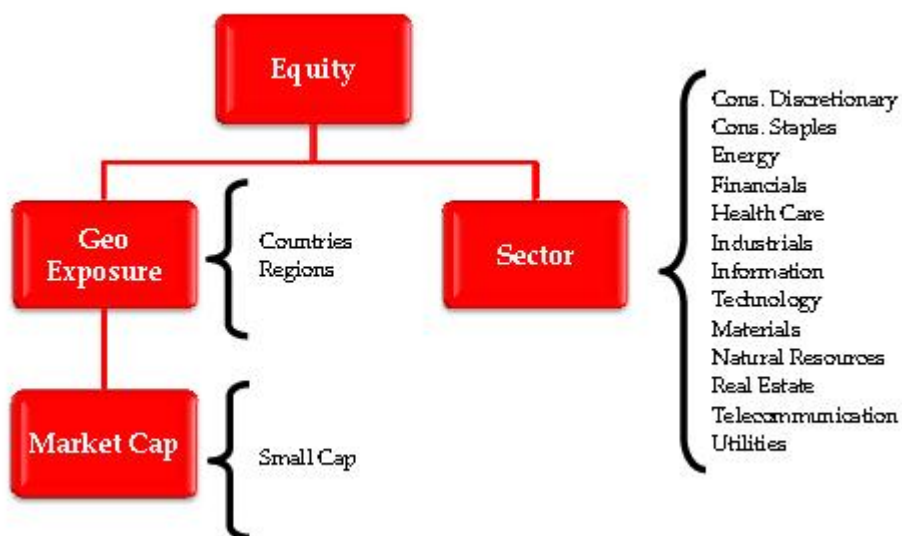
**a) Farmacija** (Kriterij: v povpre ju vsaj 85 % delniških naložb v delnice iz farmacevtskega sektorja na dan 31.7. v zadnjih treh letih. Kriterijski indeks je MSCI AC Daily TR World Net Health Care USD Index (Bloomberg oznaka: NDUCHC Index) pretvorjen v EUR.

**b) Energija, Materiali in Javna Oskrba** (Kriterij: v povpre ju vsaj 70% delniških naložb v delnice iz sektorjev energije, materialov in javne oskrbe (Utilities) na dan 31.7. v zadnjih treh letih. VS pri katerih je mo no zastopan zgolj en sektor so izklju eni iz ocenjevanja. V primeru da je en sektor mo no zastopan, morata biti zastopana ostala dva sektorja skupj vsaj 20% celotnega portfelja. Kriterijski indeks je 60% MSCI World Energy Sector Net TR USD Index (Bloomberg oznaka: NDWUENR Index), 30% MSCI Daily TR World Net Materials USD Index (Bloomberg oznaka: NDWUMAT Index) in 10% MSCI Daily TR World Net Utilities Sector USD Index (Bloomberg oznaka: NDWUUTI Index), vsi trije pretvorjeni v EUR.

**c) Informacijska tehnologija** (Kriterij: v povpre ju vsaj 75% delniških naložb v delnice iz sektorja informacijske tehnologije na dan 31.7. v zadnjih treh letih. Kriterijski indeks je 100% MSCI AC World Daily TR Net Information Technology USD (Bloomberg oznaka: NDUCIT Index) pretvorjen v EUR.



EFC klasifikacija delniških vzajemnih skladov:



## 2. Obdobje 5 let

- a) Sklad posluje že vsaj od 30.6.2013
- b) V Sloveniji je bil v uradni ponudbi celotno leto 2018

*Kategorije:*

Ohranijo se iste kategorije kot pri 3-letnem obdobju, le da skupine kjer ni dovolj vzajemnih skladov (5 oziroma pogojno 4 oz. 3) izločimo iz 5-letnega ocenjevanja.

### Kriterijski indeksi – benchmarki

V ocenjevanju za leto 2016 smo naredili še korak naprej v kvaliteti ocenjevanja vzajemnih skladov. Uvedli smo ocenjevanje vsakega izmed vzajemnih skladov, ki spada po zgoraj navedenih kriterijih v eno izmed skupin po svojem pripadajočem kriterijskem indeksu - »benchmarku« v obliki »Net Total Return«. DZU-ji so po dogovoru z ocenjevalci razkrili strukturo kriterijskega indeksa za vsakega izmed ocenjenih vzajemnih skladov. Ocenjevalci smo te podatke uporabili pri izračunu informacijskega kazalnika, ki meri znanje upravljalca vzajemnega sklada. Tako smo prišli do natančnih podatkov o kvaliteti upravljanja posameznega upravljalca in posledično tudi do natančnejših ocen za posamezen vzajemni sklad.

Za tiste redke upravljalce oz. vzajemne sklade, ki še niso bili pripravljeni deliti kriterijskega indeksa z ocenjevalci, bodo veljala že v preteklih letih znana pravila. Če v javno objavljenih dokumentih za vzajemni sklad ni naveden kriterijski indeks, to pomeni, da bo za ocenjevanje le-tega še vedno uporabljen splošen kriterijski indeks, ki je naveden zgoraj ob posamezni skupini vzajemnih skladov.

Pri nekaterih vzajemnih skladih, kjer podatki so o sestavnih delnih kriterijskega indeka znani le delno, smo le tega sestavili po deležu iz znanih delov in dodali naše standardne dele, ki so navedeni pri vsaki izmed skupin.

## Lestvica TOP 10

Zaradi specifik dolo enih vzajemnih skladov so bili nekateri izmed njih kljub dobremu poslovanju v preteklosti spregledani. V ta namen za najboljše vzajemne sklade na trgu pripravljamo »Lestvico TOP 10«, kjer bomo izmed desetih najbolj donosnih vzajemnih skladov v preteklem 3-letnem obdobju izbrali najboljšega. Najboljšim vzajemnim skladom bomo izra unali Sharpeov kazalnik in zmagovalec bo tisti, ki bo dosegel najvišjo vrednost kazalnika v ocenjevalnem obdobju.

## Najboljši DZU

V izbor najboljšega DZU-ja v 3 in 5 letnem obdobju se zajame vse DZU-je, ki upravljajo vsaj 3 vzajemne sklade. Kon na ocena za posamezen DZU je povpre je vseh ocenjenih vzajemnih skladov, lo eno v 3 in 5 letnem obdobju. Najboljši DZU je tisti, ki prejme najvišjo povpre no oceno.

## Izbor najboljšega upravljavca

Z veseljem objavljamo, da bomo letos znova izbrali »Naj upravljavca« na doma em trgu vzajemnih skladov. Statisti na osnova za izra un kon ne ocene posameznega upravljavca bo seštevek zgoraj navedenih faktorjev:

1. Preseženi donos vzajemnega sklada nad privzetim tveganjem oziroma merilo nagrade na enoto tveganja (*Sharpeov kazalec*)
2. Tveganost portfelja vzajemnega sklada, merjena s kazalcem maksimalne možne izgube (*Value at Risk*) oziroma donosnost prilagojena za maksimalno izgubo (*Return-Adjusted For Extreme Risk*)
3. Znanje upravljavca vzajemnega sklada (*Informacijski kazalec*)
4. Doslednost poslovanja vzajemnega sklada (*Hurstova eksponentna krivulja*)

Pravila pri izboru »Naj upravljavca« so slede a:

1. V izbor za najboljšega slovenskega upravljavca v **preteklem petletnem obdobju** bodo zajeti tisti upravljavci katerih vsaj eden vzajemni sklad je v preteklem obdobju dosegel oceno 3, 4 in 5 zvezdic;
2. Upravljavcem, ki izpolnjujejo to ko 1, pa se pri oceni upoštevajo vsi ocenjeni skladi (razen denarnih vzajemnih skladov), ki jih upravljajo (tudi tisti, ki so dosegli manj kot 3 zvezdice);
3. V izbor so uvrš eni le upravljavci doma ih DZU-jev;
4. V izboru so izlo eni tisti upravljavci, ki po informacijah doma ih DZU-jev (iz vprašalnikov za teko e obdobje) niso ve aktivni pri upravljanju njihovih skladov.
5. Ocene denarnih vzajemnih skladov so izklju ene iz ocenjevalnega procesa;

6. Tisti upravljavec, ki zbere največjo število točk je »Naj upravljavec« za ocenjevano leto;
7. Osnova za to kovanje je število zvezdic, ki jih je vzajemni sklad/skladi posameznega upravljavca dosegel/dosegli v ocenjevalnem obdobju;
8. Nominiranemu upravljavcu, ki je upravljal več vzajemnih skladov v proučevanem obdobju, se osnovna ocena določi s povprečno oceno vseh vzajemnih skladov. Upošteva se normalno utežno povprečje, tako z vidika teža kot ocene. Na primer: če je upravljavec upravljal en sklad z oceno 4 in drugi sklad z oceno 3 zvezdice ter tretji sklad z oceno 4 zvezdice, slednjega le 60% ocenjevalnega obdobja, bo njegova končna ocena  $(4+3+4*0,6)/(1+1+0,6)=3,62$ ;
9. V oceno se štejejo le vzajemni skladi, ki jih je upravljavec upravljal vsaj 50% ocenjevalnega obdobja;
10. V kolikor upravljavec soupravlja enega ali več vzajemnih skladov se mu za vsakega izmed njih zmanjša osnovna ocena za 10%;
11. Upravljavec za vsak vzajemni sklad, ki je prejel oceno 5 zvezdic dobi pribitek 10% na osnovno oceno (mora ga upravljati vsaj polovico ocenjevalnega obdobja);
12. Upravljavec za vsak vzajemni sklad, ki je zmagovalec skupine dobi pribitek 10% na osnovno oceno (mora ga upravljati vsaj polovico ocenjevalnega obdobja);
13. (Pravilo 1) V primeru, da dva ali več upravljavcev doseže enako povprečno oceno iz upravljanja je boljši tisti, ki doseže enako oceno z več upravljanimi VS (Npr. Upravljavec A doseže oceno 5,5 in upravlja 1 VS, Upravljavec B doseže enako oceno in upravlja 2 VS. V končni razporeditvi je upravljavec B boljši, ker je dosegel enako oceno z višjim št. upravljanih VS);
14. (Pravilo 2) Upravljavce, ki prejmejo enako končno oceno (pri enakem številu upravljanih VS), se še dodatno razvrsti po uspešnosti vsakega izmed njih v posamezni skupini. To se stori na način, da se izračuna kolikšen odstotek med najboljšo in najslabšo oceno je prejel njegov vzajemni sklad v svoji skupini (Npr. VS je dosegel 55% uspešnost v skupini). V primeru, da je upravljavec v ocenjevalnem obdobju upravljal več vzajemnih skladov se končna uspešnost izračuna s povprečjem vseh ocen (Npr. upravljavec upravlja dva vzajemna sklada, prvi doseže 40% skupine, drugi pa 60% bo končna ocena upravljavca 50%);
15. (Pravilo 3) V primeru, da dva ali več upravljavcev dosežejo enak rezultat po vseh zgoraj navedenih kriterijih, je boljši tisti, ki doseže pozitiven donos; če sta tudi po tem merilu izenačena, potem odločajo presežek donosa nad kriterijskim indeksom merjeno z Informacijskim kazalnikom.
16. Ocenjevalec javno objavi tabelo z rezultati upravljavcev po ključnih ocenjevalnih kriterijih.