

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**Analiza velikosti vzajemnih skladov v Sloveniji, Evropi in ZDA v
obdobju globalne finančne krize**

Ljubljana, april 2013

ERNES SULJIĆ

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Ernes Suljić, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor diplomskega dela z naslovom Splošna analiza vzajemnih skladov v Sloveniji, Evropi in ZDA v času gospodarske krize, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem dr. Igorjem Lončarskim.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega 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 Univerze 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 Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega diplomskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEMELJNE ZNAČILNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV	2
1.1 Investicijski skladi in družba za upravljanje.....	2
1.1.1 Investicijski skladi	2
1.1.2 Družba za upravljanje	5
1.2 Prednosti in slabosti vzajemnih skladov	6
1.2.1 Prednosti vzajemnih skladov	6
1.3 Zgodovina vzajemnih skladov	8
1.3.1 Zgodovina vzajemnih skladov v svetu.....	8
1.3.2 Zgodovina vzajemnih skladov v Sloveniji.....	9
2 VZAJEMNI SKLADI V SVETU.....	11
2.1 Vzajemni skladi danes	11
2.2 Vzajemni skladi v ZDA	13
2.3 Vzajemni skladi v Evropi	16
3 SKLADI V SLOVENIJI.....	21
SKLEP	24
LITERATURA IN VIRI	26

KAZALO SLIK

Slika 1: Oblike in delitve investicijskih skladov	3
Slika 2: Sredstva v upravljanju v vzajemnih skladih v svetu	9
Slika 3: Struktura skladov v svetu, 3. četrletje 2012 (v %)	11
Slika 4: Največje regije po naložbah v vzajemnih skladih za 3. četrletje 2012	12
Slika 5: Primerjava sprememb velikosti sredstev v upravljanju v vzajemnih skladih med razvitimi državami in državami v razvoju (q3 2012 / 2008)	12
Slika 6: ČVS vzajemnih skladov v ZDA.....	14
Slika 7: ČVS v skladih skladov in ETF skladih (ZDA)	15
Slika 8: Neto denarni tokovi v vzajemne sklade v ZDA	16
Slika 9: ČVS UCITS skladov po državah	17
Slika 10: ČVS UCITS skladov na prebivalca.....	18
Slika 11: Sprememba ČVS sredstev po državah od 2008 do q3 2012	20
Slika 12: Relativni neto prilivi UCITS skladov (neto prilivi / ČVS)	21
Slika 13: Gibanje ČVS v vseh slovenskih vzajemnih skladih.....	22
Slika 14: Neto tokovi v slovenske vzajemne sklade.....	23

KAZALO TABEL

Tabela 1: Članice Združenja družb za upravljanje	6
--	---

Tabela 2: ČVS UCITS skladov na prebivalca in ČVS UCITS skladov v milijonih € na dan 30. 09 .2012	18
Tabela 3: Sprememba ČVS sredstev po državah od 2008 do q3 2012	19
Tabela 4: Prikaz ČVS slovenskih DZU-jev v zadnjih treh letih in njihove medletne rasti.	24

UVOD

Vzajemni skladi so v svetu zelo znana oblika varčevanja. Prebivalci zahodnih držav se vse bolj zavedajo, da jim država ne bo podarjala pokojnine, tako kot je bilo v preteklosti. V današnjem času smo priča dogodkom, ki postavljajo države na rahla tla in se varčevalci vse bolj sprašujejo, ali je denar v državnih pokojninskih skladih in bankah sploh varen. Vse več je zagovornikov vzajemnih skladov, ker se zavedajo, da so tako posredni lastniki velikih podjetij, ki bodo v vsakem primeru prodajala svoje produkte in storitve.

V svetu obstaja več kot 73 tisoč vzajemnih skladov (EFAMA, 2012). Vseh sredstev v vzajemnih skladih je nekaj več kot 20 tisoč milijard €. Od tega ima okoli polovico ena država, in sicer ZDA, ki je daleč najbolj razvita na področju vzajemnih skladov. Najbolj zastopani skladi so vsekakor delniški vzajemni skladi, v katerih je več kot tretjina vseh sredstev. V Sloveniji so bili vzajemni skladi izjemno priljubljena oblika pred finančno krizo, in sicer leta 2007 ter v začetku leta 2008. Pred tem, v začetku leta 2003, je bil eden izmed glavnih sprožilcev razvoja vzajemnih skladov v Sloveniji vsekakor spremenjena zakonodaja, ki je omogočala vse večji razvoj te industrije. V Sloveniji se trenutno trži 282 vzajemnih skladov, od tega 126 domačih in 156 tujih skladov.

Temeljno vprašanje, ki si ga zastavljamo, je, kako so se odzivali prilivi in odlivi v vzajemne sklade po svetu. Zanima nas več regij po svetu, predvsem ZDA, Evropa, države na razvijajočih trgih ter seveda Slovenija. Prilivi in odlivi so namreč temeljni indikatorji, ki nam pokažejo zaupanje in razpoloženje vlagateljev. Prav tako so prilivi in odlivi sestavni del prihodkov vseh družb za upravljanje.

Namen diplomske naloge je vsekakor podrobnejša primerjava prilivov, odlivov, vrednosti sredstev v upravljanju v vzajemnih skladih v različnih delih sveta. Polega tega je namen preučiti vzajemne sklade in jih umestiti v kontekst današnje težke finančne situacije.

V prvem delu diplomske naloge predstavimo teoretični del vzajemnih skladov in vse v povezavi z industrijo investicijskih skladov. V nadaljevanju postrežemo s konkretnimi podatki o prilivih in odlivih iz vzajemnih skladov ter velikosti le-teh. Podatke so vzeti iz časa pred finančno krizo ter seveda med samo krizo. Nalogo zaključimo z glavnimi poudarki ugotovitev, ki so se izoblikovale skozi pisanje diplomske naloge.

1 TEMELJNE ZNAČILNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

1.1 Investicijski skladi in družba za upravljanje

1.1.1 Investicijski skladi

Po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur. l. RS, št. 77/2011, v nadaljevanju ZISDU-2), je investicijski sklad kolektivni naložbeni podjem, katerega edini namen je javno zbiranje premoženja in ga v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko nalaga v različne vrste naložb. Nalaganje javno zbranega denarja v različne vrste naložb se opravlja izključno v korist imetnikov enot investicijskega sklada.¹ Za javno zbiranje premoženja se šteje vsako zbiranje premoženja fizičnih in pravnih oseb in drugih subjektov zasebnega in javnega prava. Investicijski sklad je lahko UCITS ali ne-UCITS sklad.

UCITS sklad je odprt investicijski sklad:

- katerega edini namen je nalaganje sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj;
- ki je bil ustanovljen in je upravljan v skladu s 4., 6., 7., 8. in 9. poglavjem tega zakona oziroma predpisi držav članic, sprejetimi zaradi prenosa Direktive ES 65/2009.

Ne-UCITS sklad je investicijski sklad, ki ne izpolnjuje vsaj enega od pogojev iz prejšnjega odstavka. Lahko je odprt ali zaprt.

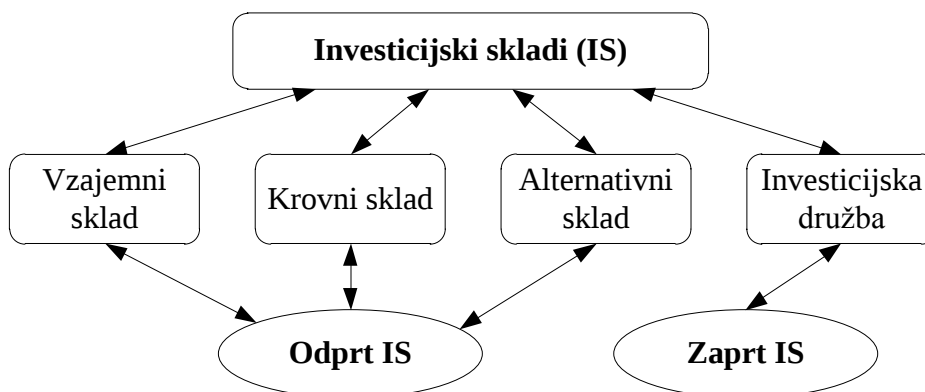
UCITS sklad ne more spremeniti pravil upravljanja tako, da bi postal ne-UCITS sklad.

Agencija določi podrobnejše tipe UCITS in ne-UCITS skladov glede na kompleksnost oziroma značilnosti naložb investicijskih skladov ter pogoje, ki jih mora poleg pogojev, ki jih določa ta ali drugi zakon, ki ureja poslovanje takih investicijskih skladov, izpolnjevati družba za upravljanje za upravljanje posameznih tipov UCITS in ne-UCITS skladov v Republiki Sloveniji.

V Sloveniji se lahko oblikujejo 4 oblike investicijskih skladov, in sicer vzajemni sklad, krovni sklad, alternativni sklad in investicijska družba. Investicijski skladi se delijo na **odprte** in **zaprte** investicijske sklade. Na sliki 1 vidimo, kako so oblike in delitve investicijskih skladov med seboj povezane.

¹ Enoto investicijskega sklada predstavlja: 1. investicijski kupon kot vrednostni papir, če je investicijski sklad oblikovan kot ločeno premoženje ali 2. delnica kot vrednostni papir, če je investicijski sklad ustanovljen v obliki delniške družbe.

Slika 1: Oblike in delitve investicijskih skladov



Po Lubeju (2005, str. 30) so investicijski skladi:

- **zaprti investicijski skladi** – so najstarejši med vsemi oblikami investicijskih skladov. Ob nastanku zaprtega investicijskega sklada se izda točno določeno število delnic, ki se v prihodnosti ne spreminja. Zbrana sredstva se vlagajo v vrednostne papirje, ki so bili že vnaprej določeni z investicijsko politiko sklada. Število delnic oziroma enot sklada ostaja ves čas enako. Velikost sklada se lahko spreminja bodisi zaradi spremembe naložb na finančnem trgu bodisi zaradi izplačanih dividend. V Sloveniji so v preteklosti bili najbolj znani PID-i, oblike investicijskih skladov, ki so nastale v okviru privatizacije;
- **vzajemni skladi** – so odprti investicijski skladi. So nasledniki zaprtih investicijskih skladov, predvsem zaradi potreb in zahtev sodobnega časa in vlagateljev. Poslovanje z vzajemnimi skladi je bolj enostavno od predhodnikov in je namenjeno dolgoročnemu varčevanju ter plemenitenju kapitala. Vstop ali izstop iz vzajemnega sklada je prost oziroma vlagatelj lahko po lastni volji vplača in izplača svoja sredstva iz vzajemnega sklada. Vlagatelj lahko kadarkoli s prodajo ali nakupom enote vzajemnega sklada spremeni obseg kapitala, vloženega v izbranem odprtem vzajemnem skladu. Za razliko od zaprtih investicijskih skladov, kjer se število enot premoženja ne spreminja, se pri vzajemnem skladu nenehno spreminja. Namen vzajemnih skladov je zbiranje kapitala z namenom varčevanja in oplemenitenja le-tega. Sredstva vzajemnih skladov so razpršena oziroma sestavljena iz različnih vrednostnih papirjev. Skupek vseh naložb vzajemnega sklada tvori portfelj vzajemnega sklada. Portfelj se lahko dnevno spreminja zaradi prodaj in nakupov različnih vrednostnih papirjev. Nenehno se prilagaja trenutnim razmeram na finančnih trgih. Vrednostni papirji se kupujejo in prodajajo v skladu z investicijsko politiko, s pravili upravljanja in z zakonodajo. Vrednost portfelja se dnevno izračunava tako kot tudi vrednost enote premoženja (VEP);²

² Vrednost enote premoženja (VEP) ali vrednost točke izračunamo tako, da delimo čisto vrednost sredstev sklada na ta dan s številom vseh enot v obtoku na isti dan. Čista vrednost sredstev sklada na določen dan je

- **SICAV** – po svojih lastnostih so mešanica med vzajemnimi skladi in zaprtimi investicijskimi skladi. Od prvih imajo lastnost, da se število delnic spreminja, od drugih pa, da se njihovo premoženje razdeli v delnice. Slovenija ne pozna tovrstnih skladov. Luksemburg zelo dobro pozna omenjene sklade, saj velja za državo z ugodnimi pogoji za ustanovitev tovrstnih skladov.

Mnogi svetovni upravljalci registrirajo tam svoje sklade, ker je registracija ugodna. Za vlagatelje je poleg registracije ugoden tudi davčni režim. Davka na dobiček in davka na kapitalne dobičke ne plačajo. V mednarodnem merilu so najbolj razširjena pravno-formalna oblika odprtega investicijskega sklada (Kodrič, 2001).

Poleg omenjenih delitev se velikokrat omenjajo naslednje delitve investicijskih skladov, ki se razlikujejo po namenu (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 27):

- **sklad rasti** – cilj tega sklada je donosnost kapitala oziroma rast cen vrednostnih papirjev. Če želi upravitelj doseči visoko razliko med nakupno in prodajno ceno vrednostnega papirja, mora tvegati. To pomeni, da kupuje visoko donosne vrednostne papirje. To so običajno delnice, katerih cene hitro rastejo. Tovrstne sklad imenujemo tudi Go-Go Funds;
- **sklad dohodka** – naložbena politika tega sklada je usmerjena v večji gotovinski dohodek iz dividend oziroma obresti. Posledično upravitelj kupuje vrednostne papirje z visoko obrestno mero oziroma dividendo;
- **sklad rasti in dohodka** – je sklad, ki investira v vrednostne papirje, ki zagotavljajo gotovinski dohodek iz dividend in obresti ob hkratni donosnosti kapitala. Tveganost tega sklada je manjša kot pri skladu rasti in skladu dohodka. Tovrstni skladi po navadi kupujejo navadne delnice;
- **sklad dohodka in rasti** – cilj sklada je dohodek iz dividend in šele nato kapitalna donosnost. Tovrstni skladi po navadi kupujejo preferenčne delnice in delnice največjih in najboljših podjetij, tako imenovanih Blue Chips;
- **sklad ravnotežja** – glavni namen sklada je stabilnost investicije, ki jo zagotavlja tako, da zasleduje tekoči dohodek kot kapitalni donos. Tovrstni skladi nudijo manjšo donosnost v času rasti vrednosti vrednostnih papirjev in manjšo izgubo ob padcih vrednosti vrednostnih papirjev. Sklad ravnotežja po navadi kupujejo delnice in obveznice;
- **sklad brez obdavčenj** – cilj tega sklada je investiranje le v komunalne obveznice, ki po navadi niso obdavčene;
- **sklad obveznic** – namen tega sklada je zagotoviti stabilne dohodke. To pa dosega s kupovanjem različnih vrst obveznic.

V svetu poznajo poleg navedenih oblik še posebne oblike skladov kot so:

seštevek tržne vrednosti vseh vrednostnih papirjev in drugih naložb, v katerih ima vzajemni sklad naložena sredstva, zmanjšana za obveznosti sklada na ta dan.

- **sklad kratkoročnih vrednostnih papirjev** – investira le v kratkoročne vrednostne papirje in je posledično zelo likviden;
- **specializirani skladi** – investirajo le v določene dele industrije ali druge dejavnosti oziroma v delnice teh organizacij;
- **sklad nepremičnin** – veljajo za bolj varne sklade predvsem zaradi pridobivanja rente in davčne olajšave. Varnost izhaja iz stabilnih, čeprav nižjih donosov. Tovrstni skladi investirajo v nepremičninske vrednostne papirje, ki omogočajo udeležbo pri lastništvu nepremičnin.

1.1.2 Družba za upravljanje

Po ZISDU-2 je družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU) pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki opravlja storitve upravljanja investicijskih skladov na podlagi dovoljenja Agencije³ (ATVP, 2012).

DZU ustanavlja in vodi investicijske sklade (investicijske družbe in vzajemni skladi), ki so ločeni od njenega premoženja. DZU lahko upravlja enega ali več vzajemnih skladov ali investicijskih družb v skladu s pravili upravljanja vzajemnega sklada. V pravilih upravljanja je določena investicijska politika, višina provizij in ostala vprašanja povezana z upravljanjem sklada (Vzajemci, 2012).

V Sloveniji deluje Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov (v nadaljevanju ZDU), ki je sestavljeno iz 10 članic, in sicer iz vseh DZU-jev, ki imajo sedež v Sloveniji (tabela 1). ZDU je gospodarsko interesno združenje, ki je bilo ustanovljeno leta 1994 z namenom pospeševanja dejavnosti investicijskih skladov. ZDU je tudi polnopravna članica evropskega združenja EFAMA (The European Fund and Asset Management Association).

V tabeli 1 vidimo vse DZU-je po velikosti čistih vrednostih sredstev v njihovih vzajemnih skladih (v nadaljevanju ČVS)⁴ oziroma po velikosti sredstev v upravljanju. V angleščini se uporablja termin Asset under management (okrajšano AUM) (Vzajemci, 2012).

³ Agencija za trg vrednostnih papirjev je pravna oseba javnega prava, zadolžena za nadzor nad trgom finančnih instrumentov. Ustanovljena je bila 13. 3. 1994. Njeno delovanje ureja Zakon o trgu finančnih instrumentov. Pri opravljanju svojih nalog in pristojnosti je samostojna in neodvisna. Financira se s taksami in nadomestili, ki jih plačujejo udeleženci trga finančnih instrumentov, in iz drugih prihodkov, ki jih ustvari Agencija s svojim poslovanjem.

⁴ Čista vrednost sredstev (ČVS) podsklada na določen dan je vrednost podsklada, zmanjšana za obveznosti podsklada oziroma zmnožek enote premoženja (VEP) in števila enot premoženja podsklada. Z drugimi besedami je seštevek tržne vrednosti vseh vrednostnih papirjev in drugih naložb, v katerih ima vzajemni sklad naložena sredstva, zmanjšana za obveznosti sklada.

Tabela 1: Članice Združenja družb za upravljanje

Št.	Ime DZU	Velikost ČVS na dan 31.12.2012	Tržni delež v %
1	Triglav Skladi, d. o. o.	472.676.689	26,01
2	KD Skladi, d. o. o.	368.366.780	20,27
3	NLB Skladi, d. o. o.	297.665.460	16,38
4	Infond, d. o. o.	258.243.408	14,21
5	ALTA skladi d. d.	158.431.413	8,72
6	NFD d. o. o.	99.309.866	5,46
7	ABANKA SKLADI d. o. o.	51.410.000	2,83
8	Primorski skladi d. o., Koper	49.386.853	2,72
9	ILIRIKA DZU, d. o. o., Ljubljana	45.177.832	2,49
10	Perpektiva DZU, d. o. o.	16.702.970	0,92
		1.817.371.271	100,00

Vir: Združenje družb za upravljanje, 2012.

1.2 Prednosti in slabosti vzajemnih skladov

1.2.1 Prednosti vzajemnih skladov

Pri varčevanju v različnih finančnih instrumentih je potrebno poznati prednosti in slabosti le-teh. Varčevanje v vzajemnih skladih vse bolj postaja alternativa varčevanju v bankah, delnicah ali v življenjskih zavarovanjih. Po drugi strani se je potrebno zavedati, da imajo vzajemni skladi tudi nekatere slabosti. Za uspešno dolgoročno varčevanje v vzajemnih skladih je potrebno poznati produkte in storitve DZU-jev do potankosti.

Prednosti vzajemnih skladov so (Fredman, 1993, str. 10):

- **časovni prihranek** – s premoženjem vzajemnega sklada upravljajo poklicni upravitelji. Vlagatelju se ni potrebno ukvarjati z dogajanjem na finančnih trgih, pripravljati analize in odločati o izbiri naložb;
- **nižji stroški varčevanja** – pri varčevanju v vzajemnih skladih so stroški praviloma nižji kot pri varčevanju neposredno v vrednostne papirje preko borznega posrednika. Pri borznem posredniku je veliko dodatnih stroškov, kot so denimo odprtje in vodenje trgovalnega računa, stroški ob nakupih in prodaji vrednostnih papirjev in svetovanje glede izbire vrednostnih papirjev;
- **strokovno upravljanje premoženje** – izbiranje različnih vrednostnih papirjev znotraj vzajemnega sklada zahteva ogromno znanja, izkušenj in časa. To delo opravljajo profesionalni upravitelji, ki so nenehno v stiku z dogajanjem na finančnih trgih po celem

svetu. S pomočjo plačljivih baz podatkov⁵ upravljajo naložbe vzajemnega sklada v skladu z investicijsko politiko vzajemnega sklada;

- **enostavnost** – investiranje v vzajemne sklade je enostavnejše kot investiranje neposredno v vrednostne papirje. Vlagatelj enostavno odpre pristopno izjavo in pristopi k želenemu vzajemnemu skladu. Nato dobi transakcijski račun sklada in položnico, s katero izvede vplačilo v želeni sklad. Vlagatelju ni potrebno razmišljati o dividendah in o časovni primernosti prodaje določene naložbe. V primeru, da vlagatelj proda določen del vzajemnega sklada, se mu ne poruši celoten njegov portfelj. Še vedno ima naložbe v skladu z njegovo geografsko in sektorsko razpršitvijo ter investicijsko politiko vzajemnega sklada;
- **likvidnost** – vlagatelj lahko kadarkoli zahteva izplačilo vplačanih investicijskih kuponov. Pri tem se sam odloči, ali bo prodal v celoti ali samo določeno število investicijskih kuponov vzajemnega sklada;
- **razpršenost investiranega denarja** – je osnovna naloga upravitelja in vzajemnega sklada. Osnovni namen razpršitve premoženja med večje število različnih vrednostnih papirjev je zmanjševanje tveganja. V primeru, da bi vlagatelj želel svoja sredstva razpršiti podobno kot vzajemni sklad, bi se soočil z visokimi stroški.

Tako kot večina finančnih instrumentov imajo tudi vzajemni skladi slabosti, in sicer so to (Bogle 1994, str. 55; Kleindienst 2001, str. 448; Rugg 1986, str. 116):

- **relativno visoki stroški** – pri investiranju v vzajemni sklad DZU zaračunava vrsto stroškov. Eden najpomembnejših je upravljavska provizija, ki je enaka proporcionalnemu deležu letne provizije. Višina upravljavske provizije je zapisana v pravilih upravljanja posameznega vzajemnega sklada. Upravljavska provizija se obračunava na dnevni ravni in je vključena v VEP. Poleg upravljavske provizije vzajemni sklad obračunava vstopne in izstopne stroške. Višina vstopnih in izstopnih stroškov se določa glede na znesek vplačila oziroma izplačila in je odvisna od posameznega vzajemnega sklada in je prav tako zapisana v pravilih upravljanja;
- **nevarnost izgube nadzora nad doseganjem kapitalskih dobičkov** – vlagatelj prodaja investicijske kupone vedno po neznanem VEP-u, kar mu onemogoča popoln nadzor nad doseganjem želenega kapitalskega dobička;
- **nezmožnost odločanja investitorja** – vlagatelj nima vpliva na odločanje o naložbah v vzajemnem skladu, ki je predpisana v skladu z investicijsko politiko vzajemnega sklada;
- **veliko število vzajemnih skladov** – ta vlagatelju otežuje izbiro optimalnih vzajemnih skladov. Marsikateri vlagatelj ima težavo z izbiro pravega vzajemnega sklada.

⁵ Primer plačljivih baz sta Reuters in Bloomberg.

1.3 Zgodovina vzajemnih skladov

1.3.1 Zgodovina vzajemnih skladov v svetu

Prvi investicijski skladi segajo v začetek 19. stoletja, in sicer v Evropi, v ZDA pa šele konec 19. stoletja. Še vedno obstajajo dileme okoli ustanovitve prvega investicijskega sklada. Obstajata dva tabora. Prvi so mnenja, da je prvi investicijski sklad bil ustanovljen na Nizozemskem leta 1822. Ustanovil naj bi ga nizozemski kralj Viljem I., deloval pa je kot zaprti sklad. Drugi tabor pravi, da naj bi leta 1774 prvi investicijski sklad ustanovil nizozemski trgovec Adriaan van Ketwich. Poimenoval ga je »Eendragt Maakt Magt«, kar pomeni »enotnost ustvarja moč«. Veliko je govora o tem, da naj bi kralj Viljem I. pobral idejo od Ketwicha, ki je pravil, da razpršenost zna pritegniti večje zanimanje za investiranje manjših vlagateljev (Investopedia, 2012).

Celoten razvoj investicijskih skladov se je kasneje preselil v Veliko Britanijo. Tam je namreč leta 1868 bil ustanovljen investicijski sklad, ki je prvič zagotovil, da tudi mali vlagatelji lahko investirajo v vrednostne papirje, ki je bilo prej samo v domnevi velikih vlagateljev.

Kasneje se je industrija investicijskih skladov preselila v ZDA. Konec osemdesetih let 19. stoletja so se v ZDA pojavili prvi investicijski skladi. Na začetku so se seveda pojavili investicijski skladi zaprtega tipa, kasneje pa tudi odprtega tipa, in sicer v Bostonu leta 1924. Takrat se je industrija investicijskih skladov v ZDA izjemno hitro razvijala in ZDA so postale vodilna država na tem področju, kjer ostajajo še danes. Žal zadeve niso bile vedno najbolj rožnate, kajti leta 1929 smo bili priča velikemu borznemu zlomu, ki je negativno vplival tudi na zaprte investicijske sklade, saj jih je tistega leta ogromno propadlo. Ti dogodki so vodili v večji razvoj investicijskih skladov odprtega tipa, ki so sčasoma začeli prevladovati. Zaprti tipi investicijskih skladov niso nikoli več imeli tako pomembne vloge kot pred letom 1929.

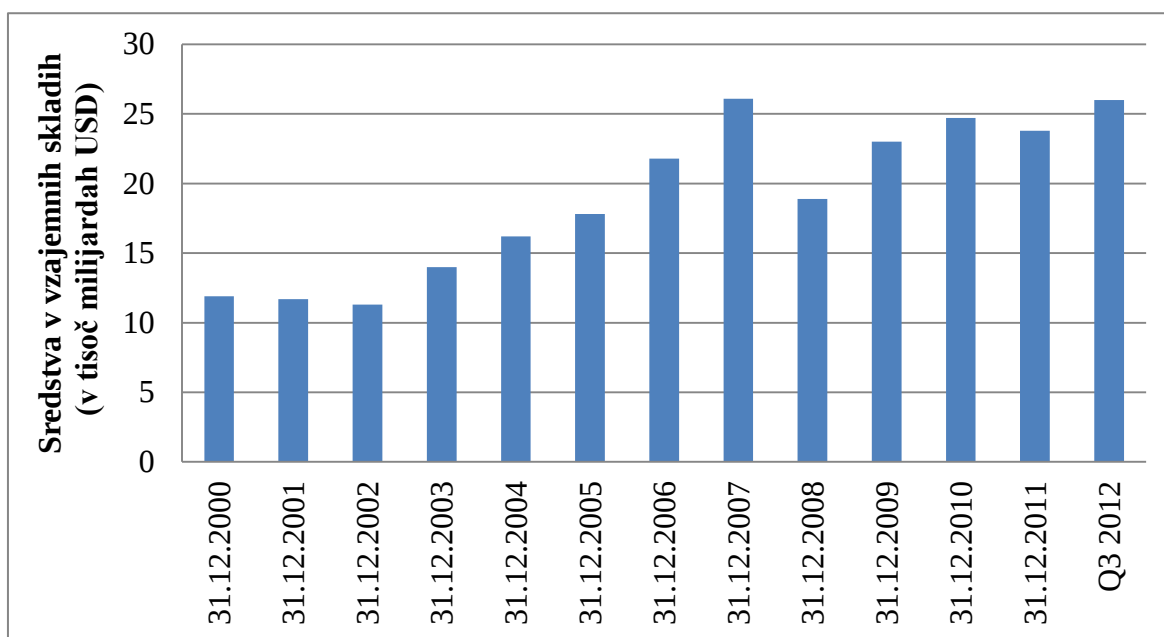
V nadaljevanju razvoja investicijskih skladov je bil izjemno pomemben tudi zakonski okvir poslovanja investicijskih skladov. Leta 1940 je bil v ZDA sprejet zakon, katerega namen je bil zaščititi vlagatelje pred nepopolnimi informacijami. Zakon je določal popolno informiranje vlagateljev o investicijskih skladih in je imel določila, ki so preprečevala zlorabe skladov. Poleg tega je zakon postavil davčne temelje za delovanje skladov.

V petdesetih letih je prišlo do zanimanja za bolj tvegane sklade, predvsem zaradi večjih apetitov vlagateljev po višjih donosih. Posledično so se spet začeli pojavljati zaprti tipi skladov, še posebej v sedemdesetih letih zaradi visoke inflacije in nestabilnosti trgov. V preteklosti so se razmerja med odprtimi in zaprtimi investicijskimi skladi spreminjala. Konec leta 2011 je bilo v zaprtih investicijskih skladih okoli 239 milijard USD, od tega 94 milijard USD v delniških zaprtih investicijskih skladih, ostalo pa v obvezniških. Konec leta

je bilo na trgu 634 zaprtih investicijskih skladov (Investment Company Institute Fact book, 2012a, str. 59–60).

Investicijski skladi so po sredstvih v upravljanju dosegli svoj vrhunec po letu 1980, natančneje leta 2007, kjer je bilo vseh sredstev v upravljanju kar 26,1 tisoč milijard USD.

Slika 2: Sredstva v upravljanju v vzajemnih skladih v svetu



Vir: Prirejeno po EFAMA, Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2012, 2012, str. 59.

1.3.2 Zgodovina vzajemnih skladov v Sloveniji

Investicijski skladi v Sloveniji so začetek svojega delovanja doživeli leta 1992. Takrat je bil sprejet Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, v katerem je bil opredeljen investicijski sklad in njegovo delovanje. 1. 1. 1992 je bil ustanovljen prvi vzajemni sklad, in sicer KD Galileo, ki ga je ustanovila Kmečka družba. Sklad Galileo je mnoga leta bil največji sklad po sredstvih v upravljanju. Danes ta sklad upravlja družba KD Skladi in trenutno ni več največji, je pa med največjimi skladi v Sloveniji. Največji sklad v Sloveniji po sredstvih v upravljanju je sklad Triglav Steber Global pod upravljanjem Triglav skladov. Drugi ustanovljen sklad v letu 1992 je bil LBM Piramida pod upravljanjem takratne LB Maksime. Leta 1993 so bili ustanovljeni trije vzajemni skladi, leto kasneje pa že osem novih (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 109).

Leta 1994 je bil ustanovljen nadzorni in prekršitveni organ za trg vrednostnih papirjev, in sicer Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP). ATVP je pravna oseba javnega prava, zadolžena za nadzor nad trgom finančnih instrumentov. Njeno delovanje ureja Zakon o trgu finančnih instrumentov. Pri opravljanju svojih nalog in pristojnosti je

samostojna in neodvisna. Financira se s taksami in nadomestili, ki jih plačujejo udeleženci trga finančnih instrumentov, in iz drugih prihodkov, ki jih ustvari Agencija s svojim poslovanjem.

Leta 1994 je bil sprejet Zakon o investicijskih skladih in družba za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU), ki je začel veljati 1. 1. 1995. To je bila pomembna prelomnica vzajemnih skladov v Sloveniji, kajti to je pomenilo, da so morali vzajemni skladi preiti v DZU. Zaradi zahtev novega zakona so mnoge banke, zavarovalnice in borznoposredniške hiše opustile zamisel o upravljanju skladov. Na začetku je ta zakon negativno vplival na ustanavljanje novih skladov, saj v letu 1995 ni bilo ustanovljenega nobenega sklada. Frekvenca ustanavljanja novih skladov se je po letu 1995 v primerjavi z obdobjem med letoma 1992 in 1994 občutno zmanjšala.

Med letoma 2001 in 2003 se je pripravljala novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU-1), ki je slovenske predpise v večji meri uskladil z evropskimi. Tukaj velja omeniti, da sta leta 2003 nastala prva sklada po novi zakonodaji ZISDU-1, in sicer MP-Global.SI in MP-Plus.SI, ki sta bila prva sklada, ki sta delovala v skladu z novim zakonom ZISDU-1.

ZISDU-1 je veljal od 3. 1. 2003 in je prinašal mnoge novosti. Odpravil je omejitev 10 odstotkov premoženja, naloženega v tuje vrednostne papirje in institut banke skrbnice. Banka skrbnica je tista banka, ki skrbi za točen izračun VEP vzajemnega sklada. Zakon opredeljuje tudi, da je premoženje vzajemnega sklada popolnoma ločeno od premoženja DZU-ja. Torej DZU s skladom samo upravlja. V primeru nepravilnosti pri opravljanju dejavnosti upravljanja ima ATPV pravico DZU-ju odvzeti dovoljenje za upravljanje skladov in le-to prenesti na novega upravljavca, ali pa se sklad likvidira in izkupiček vrne vlagateljem (Lubej, 2005, str. 37). ZISDU-1 je tako prinesel mnoge pozitivne spremembe in novosti. DZU-jem je omogočal vlaganje na nova geografska področja in ne samo na slovenski kapitalski trg, kar je omogočalo ustanavljanje novih skladov z novimi naložbenimi politikami.

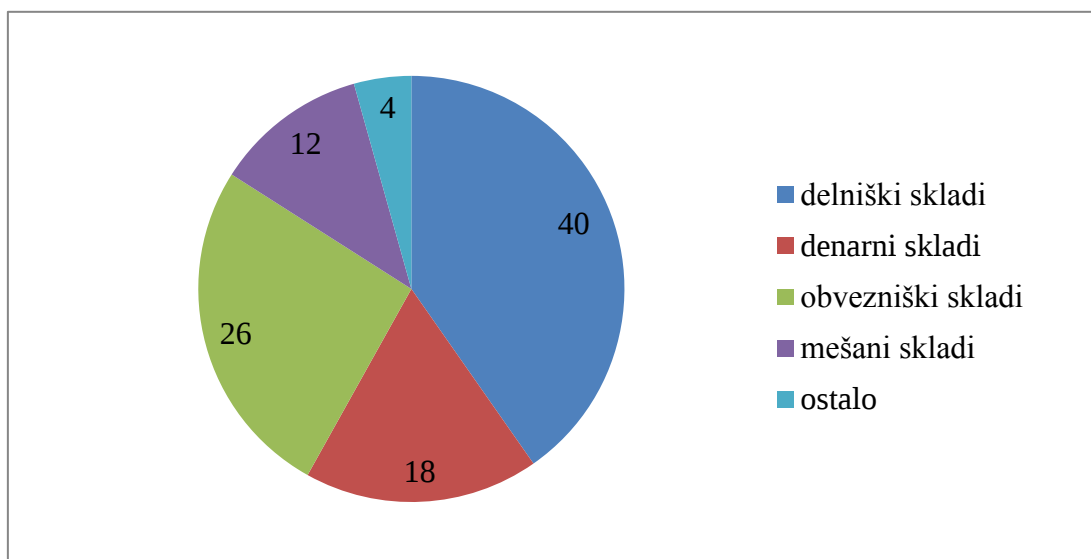
Danes imamo v veljavi ZISDU-2, ki je stopil v veljavo leta 2012. Prinesel je mnoge novosti, kot so uvedba standardiziranega dokumenta z glavnimi informacijami za vlagatelje (KIID), ustanavljanje ETF in alternativnih skladov, omogoča DZU neposredno ustanavljanje skladov v drugih državah (Finance, 2012). V Sloveniji se trenutno trži 282 skladov, od tega 126 domačih in 156 tujih skladov.

2 VZAJEMNI SKLADI V SVETU

2.1 Vzajemni skladi danes

Danes imamo v svetu 73.458 vzajemnih skladov (EFAMA, 2012). Vseh sredstev v vzajemnih skladih je 20.143 milijard €, od tega nekaj več kot 8.000 milijard v delniških skladih, v najbolj varnih skladih (denarni skladi) pa nekaj več kot 3.500 milijard €. Za lažjo predstavbo izrazimo podatke relativno. Več kot tretjina vseh sredstev v upravljanju je v delniških skladih, dobra četrtina sredstev je v obvezniških skladih, v mešanih skladih je 12 odstotkov, v najbolj varnih (denarni) skladih pa skoraj petina vseh sredstev.

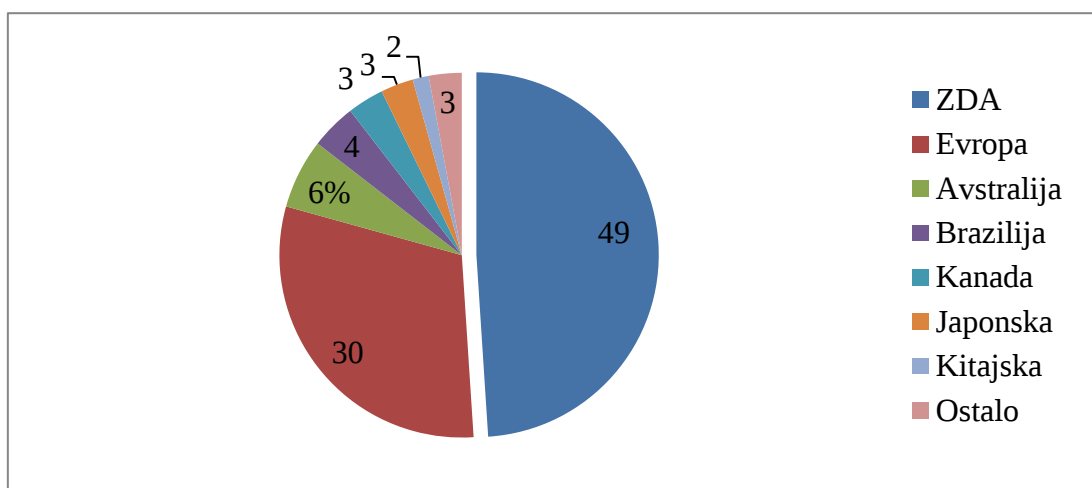
Slika 3: Struktura skladov v svetu, 3. četrtnje 2012 (v %)



Vir: Prirejeno po EFAMA, *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2012*, 2012, str. 60.

Konec leta 2008 je zaznamovala izjemna finančna kriza, ki je dodobra zamajala celoten finančni svet. A ta kriza ni niti v majhni meri ogrozila primata ZDA po sredstvih v vzajemnih skladih. Že skozi celotno zgodovino zasedajo vrh lestvice. Po zadnjih razpoložljivih podatkih imajo ZDA skoraj polovico vseh sredstev v vzajemnih skladih v svetu. Sledijo jim Evropa, Avstralija, hitro razvijajoče države Brazilija, Kanada, Japonska, Kitajska in ostali.

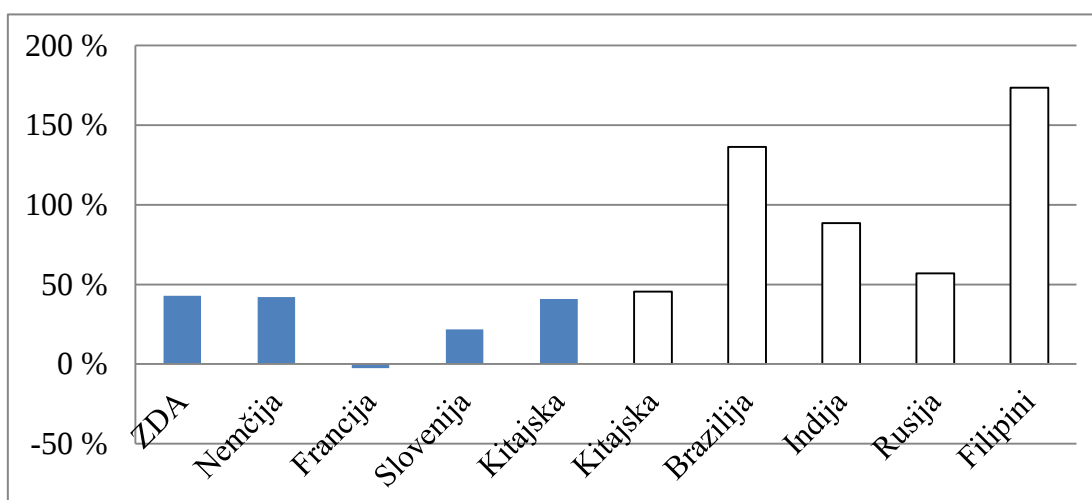
Slika 4: Največje regije po naložbah v vzajemnih skladih za 3. četrtoletje 2012



Vir: Prirejeno po EFAMA, Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2012, 2012, str. 61.

Za še boljšo sliko smo se odločili prikazati podatke za razvite države in države v razvoju. Na sliki 5, ki prikazuje relativno spremembo vrednosti sredstev v vzajemnih skladih od leta 2008 do tretjega četrtoletja 2012, se vidi, da so se sredstva državam v razvoju v povprečju bolj povečala kot razvitim državam. Pri razvitih državah imamo celo negativen podatek, in sicer za Francijo. Rezultati so lahko posledica povečevanja srednjega sloja v razvijajočih državah in začetku razvoja industrije, pri kateri se vsaka sprememba prikaže dokaj visoko, višje kot pa pri razvitih državah. Pri razvitih državah je izjemno težko generirati rast, ker so stvari že dokaj razvite za razliko od držav v razvoju.

Slika 5: Primerjava sprememb velikosti sredstev v upravljanju v vzajemnih skladih med razvitimi državami in državami v razvoju (q3 2012 / 2008)



Vir: Prirejeno po EFAMA, Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2012, 2012, str. 61.

2.2 Vzajemni skladi v ZDA

Struktura vzajemnih skladov v ZDA se je skozi čas spreminjala, toda ne drastično, kajti ameriški vlagatelji imajo v povprečju dokaj razpršena sredstva med različnimi vrstami vzajemnih skladov. V nadaljevanju bomo videli, da jim zadnja finančna kriza ni tako drastično zmanjšala sredstev v vzajemnih skladih, kot jih je pri nas. Američani investirajo v vzajemne sklade že več kot 60 let. V vseh teh letih so doživeli obdobja izjemne rasti pa tudi obdobja padcev delniških tečajev. Skozi zgodovino so se Američani naučili, da je pametno imeti sredstva razpršena z namenom obdržati dobršen del sredstev v primeru medvedjega trenda⁶ na delniških trgih (Finance, 2007). Zavedajo se, da ne smejo na prvo mesto postavljati potencialnega donosa, ampak tudi varnost in likvidnost.

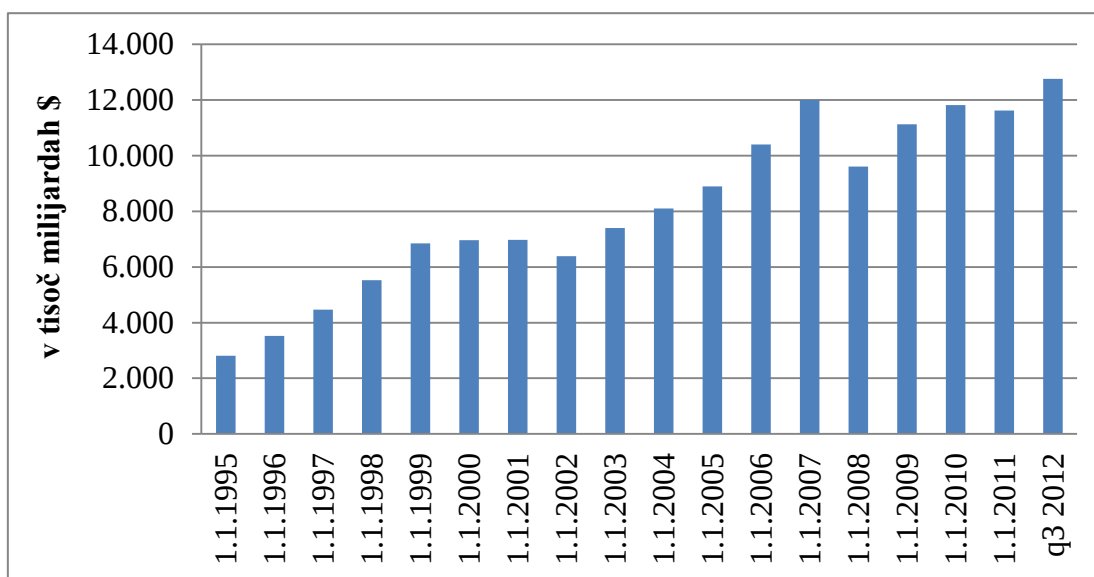
Ozaveščenost o razpršenosti sredstev med različnimi vrstami skladov se je Američanom dobro obrestovala. V času največje krize zadnjih let, torej od konca leta 2007 naprej, so se Američanom sredstva zmanjšala za okoli 20 odstotkov, in to kljub ogromnim padcem na delniških trgih. Spomnimo se samo ameriškega delniškega indeksa S&P 500, ki je konec leta 2007 začel izgubljati vrednost in se je v začetku leta 2009 ustavil pri točki, ki je bila nižja za kar več kot 50 odstotkov. S slike 6 je lepo razvidno, da jih ena izmed največjih kriz ni tako hudo prizadela tako kot na primer Slovenijo, ki jo bomo v nadaljevanju obravnavali. Vsa sredstva v vzajemnih skladih so se skoraj vrnila na nivoje iz leta 2007. Posledično ameriška družba za upravljanje lažje ohranja zaupanje vlagateljev, ki je eden glavnih pogojev za uspešno delovanje finančnega sistema.

Ameriškim vzajemnim skladom se skozi celotno zgodovino sredstva v upravljanju konstantno povečujejo z vmesnimi kratkoročnimi korekcijami. Od leta 1995 so se sredstva povečala za več kot 4-krat, kar je impresiven podatek glede na to, da je industrija vzajemnih skladov v ZDA že kar razvita, saj obstaja že več kot 60 let. S slike 6 je razvidno, da se je ČVS hitro zviševal v letu 2009 in 2010, kar je nakazovalo na to, da so se zadeve uredile in konsolidirale. Ampak v letu 2011 se je zadeva ustavila in ČVS se je zmanjšal. Glavni razlog je padec delniških trgov leta 2011 po vsem svetu.

Se pa sredstva povečujejo v letu 2012. Uradnega podatka za konec leta 2012 ni. Smo pa upoštevali podatek za tretje četrtletje 2012. Lepo se vidi rast sredstev v letu 2012. Glavni vzrok je vsekakor pozitivno dogajanje na finančnih trgih. V letu 2012 je v povprečju večina indeksov dosegla pozitivne donose.

⁶ Medvedji trend (angl. *bear market*) je oznaka za padanje tečajev delnic na določenem borznem trgu skozi daljše obdobje. V nasprotju z bikovskim trendom, ki pomeni večjo rast cen lastniških vrednostnih ...

Slika 6: ČVS vzajemnih skladov v ZDA



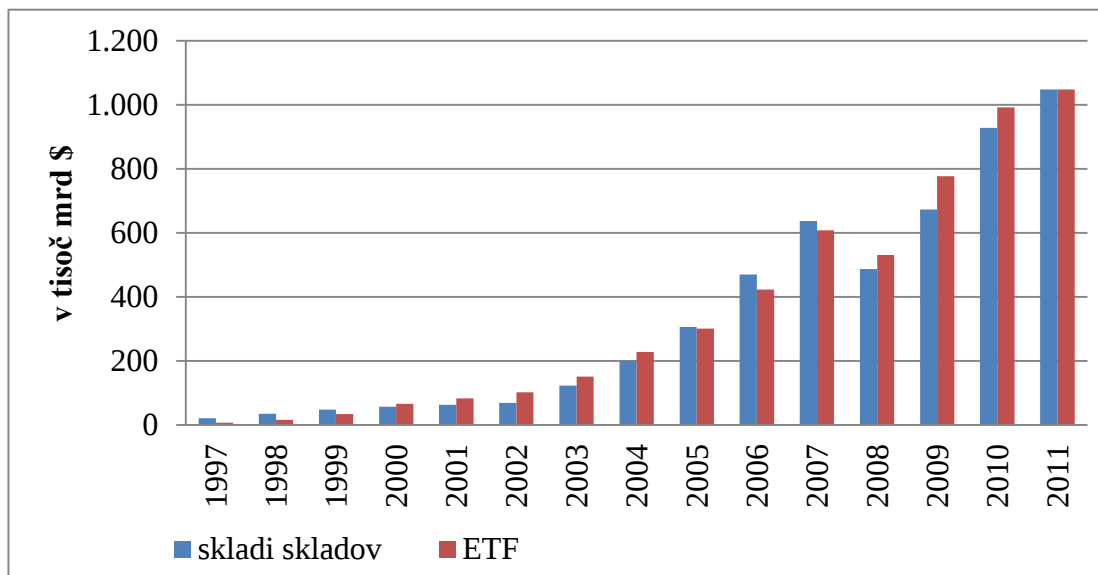
Vir: Prirejeno po Investment Company Institute Fact book, Overview of U.S.-Registered Investment Companies, 2012b, str. 24.

V ZDA se je v zadnjem času pojavil izjemno zanimiv trend, in sicer se zelo hitro povečujejo sredstva v skladih skladov in v ETF skladih. Naj pojasnimo obe definiciji skladov. Sklad skladov je vzajemni sklad, ki svoje premoženje investira v kupone oz. enote premoženja drugih vzajemnih skladov ali v delnice investicijskih skladov, ki kotirajo na borzi. Posledično sklad skladov ponuja vlagateljem večjo razpršenost, kot to poznamo pri navadni vzajemnih skladih. Za male in preproste vlagatelje sklad skladov poenostavlja proces investiranja ter ponuja možnost natančnejše in lažje alokacije sredstev v upravljanju (Finančni slovar, 2012). Exchange traded funds (v nadaljevanju ETF) so indeksni investicijski skladi, ki so nastali v ZDA v devetdesetih letih prejšnjega stoletja. ETF so tako skladi, katerih premoženje je naloženo v »košaro« vrednostnih papirjev družb iz sestave določenih indeksov. Z nakupom vrednostnih papirjev ETF imetnik pridobi solastniški delež nad portfeljem vrednostnih papirjev, ki sestavljajo določen indeks. Točke ETF skladov ni mogoče enostavno kupovati tako kot točke vzajemnega sklada. Z ETF skladi se trguje na borzi, kar pomeni, da moramo imeti odprt trgovalni račun, tako kot pri delnicah (Kavčič, 2006).

Na sliki 7 vidimo, da se ČVS skladi skladov in ETF skladov lepo povečujejo, in to kljub finančni krizi. Razloge lahko iščemo v tem, da so nekateri vlagatelji enostavno ugotovili, da lahko preko skladov skladov sredstva še bolj razpršijo in tako zmanjšajo tveganje za izgubo sredstev. Poleg tega razloga najdemo še drugi razlog, in sicer ta, da preko ETF skladov sledijo določenemu indeksu in imajo manjše stroške kot pri vzajemnih skladih, kjer so stroški upravljanja v povprečju višji kot pri ETF skladih. Iz slike 7 lahko razberemo izjemen podatek, da se je ČVS pri obeh vrstah skladov od leta 2008 do leta 2011 kar podvojil. Očitno se tudi znotraj investicijskih skladov dogajajo zanimivi trendi in tako kot

pri drugih branžah dokazujejo, da se svet hitro spreminja na vseh področjih. Potrebno se je prilagajati bodisi v vlogi vlagatelja bodisi v vlogi družbe za upravljanje.

Slika 7: ČVS v skladih skladov in ETF skladih (ZDA)



Vir: Prirejeno po Investment Company Institute Fact book. Recent Mutual Fund Trends, 2012c, str. 32.

Za še natančnejšo analizo pogledajmo sliko 8, ki prikazuje neto denarne tokove (v nadaljevanju NDT) za sklade denarnega trga, delniške, mešane in obvezniške sklade. NDT so izjemno zanimivi, ker zelo lepo prikažejo razliko med vplačili in izplačili iz vzajemnih skladov.

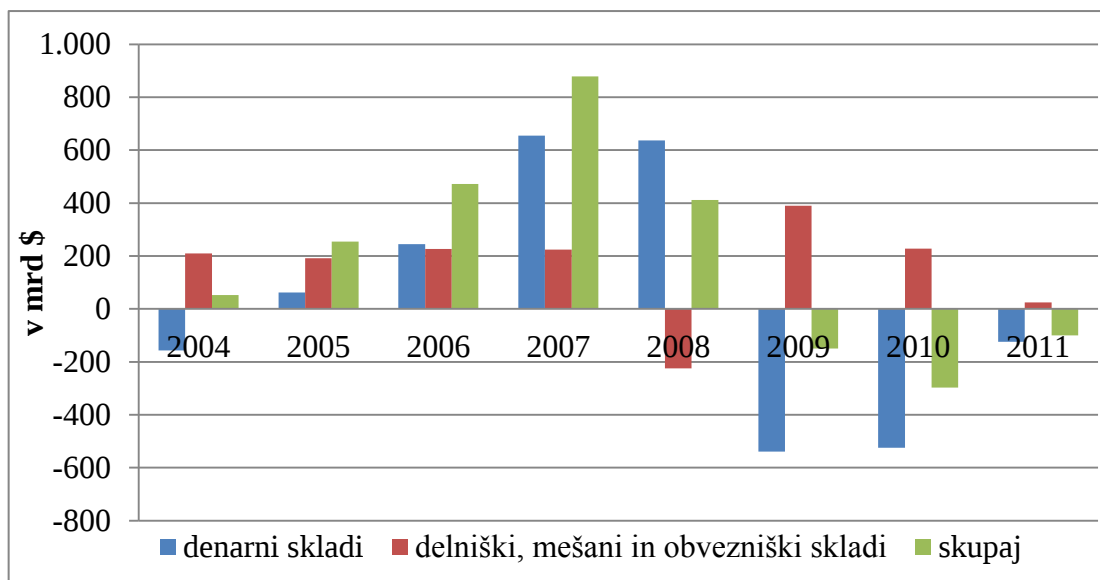
Skupni NDT so bili pozitivni do leta 2008, kar je dokaj logično predvsem zaradi pozitivnih delniških tečajev. Od leta 2008 so skupni NDT negativni, kar pomeni, da je kriza v letu 2008 zelo močno zaznamovala zaupanje vlagateljev, ki še vedno v povprečju več izplačujejo, kot vplačujejo v vzajemne sklade. Se pa skupni NDT počasi približujejo pozitivni točki. V letu 2011 so skupni NDT bili najmanjši od izbruha finančne krize. Vlagatelji vidijo, da smo odvisni od gospodarstva in da delniški trgi v povprečju še vedno beležijo lepe donose.

Pri NDT denarnih skladov je zanimivo videti, da so bili pozitivni v času bikovskega trenda. Več kot očitno je, da se Američani zavedajo varnosti sredstev in ne podležejo skušnjavi bikovskega trenda. Od leta 2008 so negativni. Zadeva je zrcalna kot v Sloveniji. Američani se zavedajo, da je potrebno v času visokih rasti na delniških trgih del sredstev preusmeriti tudi na denarni trg, kajti vse večja je verjetnost, da se bodo unovčevali dobički, s čimer se ustvari prodajni pritisk, kar požene tečaje v negativna območja.

NDT delniških, mešanih in obvezniških skladov prikazujejo konstantno gibanje do leta 2008. V letu 2008 so bili NDT v negativnem območju zaradi ogromnih padcev in strahu

pred večjimi izgubami. Zanimivo je, da se je slika praktično takoj popravila v letu 2009, kar nakazuje na to, da so se Američani v zgodovini naučili, da je po ogromnih padcih smiselno investirati na delniške trge, ker so poceni in je velika verjetnost, da se bodo tečaji v normalnih razmerah odbili v pozitivna območja.

Slika 8: Neto denarni tokovi v vzajemne sklade v ZDA



Vir: Prirejeno po Investment Company Institute Fact book. Recent Mutual Fund Trends, 2012c, str. 32.

2.3 Vzajemni skladi v Evropi

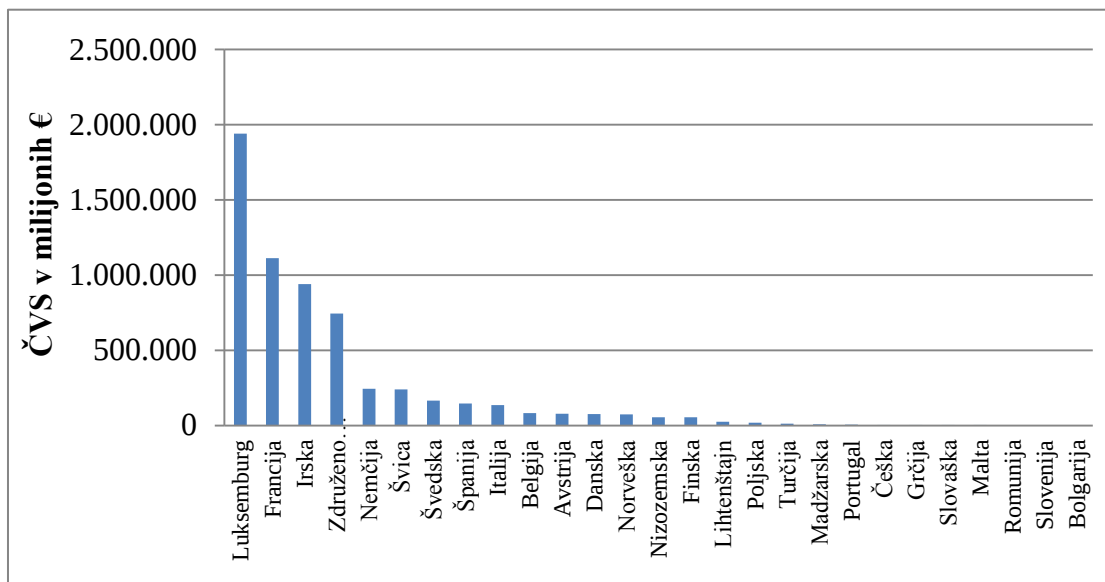
Tako kot povsod po svetu se je tudi v Evropi izjemno poznala finančna kriza iz leta 2008. Vlagatelji so se tudi v Evropi morali sprijazniti s tem, da delniški skladi ne rastejo vedno in je priporočljivo sredstva razpršiti med različne vrste vzajemnih skladov.

Evropa je še vedno v negotovem času in se ukvarja z velikimi problemi. Sredi dolžniške krize, veliko nepojasnjenih vprašanj je v obravnavi, od obstoja evra v takšni obliki, kot je sedaj, pa do vstopa Hrvaške v Evropsko unijo. Vse to so vprašanja, ki privabljajo strah na delniške evropske trge, kar vsekakor ni dobro za tiste vlagatelje, ki imajo sredstva v skladih, ki investirajo na evropski delniški trg.

Kot zanimivost si bomo pogledali posamezne države znotraj Evrope in pogledali nekatere zanimive ugotovitve. Na sliki 9 vidimo, da dve državi zelo izstopata po obsegu sredstev v vzajemnih skladih, kljub temu da imajo malo prebivalcev. Govorimo o Luksemburgu in Irski. Razlog se skriva v tem, da sta obe državi za DZU-je izjemno zanimivi, ker je davek na tovrstne posle nižji kot drugod po Evropi. Veliko DZU-jev ima sedeže svojih skladov v tovrstnih državah. Vidimo, da izjemno pomembno vlogo pri absolutnem obsegu sredstev v vzajemnih skladih igrajo Luksemburg, Francija, Irska, Združeno kraljestvo, Nemčija ter

Švica. Na sliki 9 vidimo, da je Slovenija na predzadnjem mestu, kar je razumljivo glede na njeno majhnost.

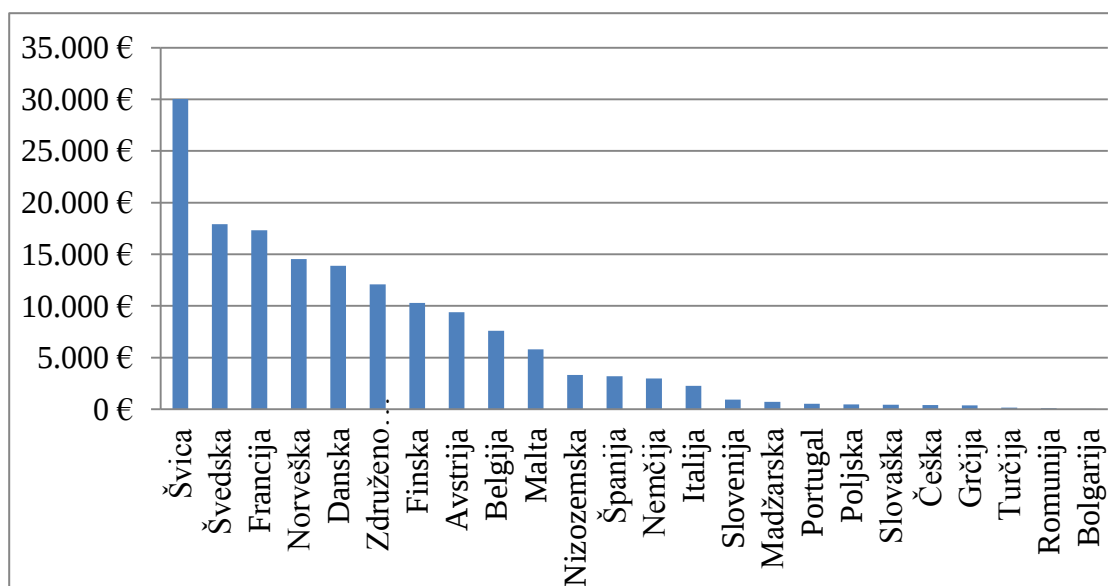
Slika 9: ČVS UCITS skladov po državah



Vir: Prirejeno po EFAMA, Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2012, 2012, str. 37.

Za bolj jasno sliko smo se odločili narediti izračune za ČVS vzajemnih skladov na prebivalca. Iz slike 9 smo izvzeli Luksemburg, Lihtenštajn in Irsko, ker bi vse tri države zelo izstopale in slika ne bi bila primerna za oceno. Smo pa dodali tabelo, iz katere so razvidni podatki za omenjene prve tri države, ki so bile na prvih treh mestih. Na sliki 10 vidimo, da prevladuje Švica, sledijo Švedska, Francija, Norveška in ostale države. Skandinavske države imajo visok življenjski standard, kar se kaže tudi v tem, da imajo veliko sredstev privarčevanih v vzajemnih skladih. Pri prejšnji sliki je Slovenija zasedla predzadnje mesto, na spodnji sliki pa zaseda višje mesto, kar je pozitivno. Slovenci imamo v vzajemnih skladih približno 920 evrov. Če se primerjamo s sosedi Avstrijci, krepko zaostajamo, in to kar za približno 10-krat. Iz tabele 2 lepo vidimo ČVS UCITS skladov na prebivalca za vse države. Prav tako vidimo ČVS UCITS skladov v milijonih €.

Slika 10: ČVS UCITS skladov na prebivalca



Vir: Prirejeno po EFAMA, Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2012, 2012, str. 37.

Tabela 2: ČVS UCITS skladov na prebivalca in ČVS UCITS skladov v milijonih € na dan 30. 09. 2012

ime države	število prebivalcev	ČVS UCITS skladov v milijonih € na dan 30/9/2012	sredstva na prebivalca
Luksemburg	500.000	1.941.223 €	3.882.446 €
Francija	64.300.000	1.113.679 €	17.320 €
Irska	6.400.000	940.967 €	147.026 €
Združeno kraljestvo	61.700.000	744.852 €	12.072 €
Nemčija	82.000.000	242.877 €	2.962 €
Švica	8.000.000	240.142 €	30.018 €
Švedska	9.200.000	164.844 €	17.918 €
Španija	45.800.000	145.909 €	3.186 €
Italija	60.000.000	136.293 €	2.272 €
Belgija	10.700.000	81.396 €	7.607 €
Avstrija	8.300.000	78.055 €	9.404 €
Danska	5.500.000	76.394 €	13.890 €
Norveška	5.000.000	72.614 €	14.523 €
Nizozemska	16.400.000	54.628 €	3.331 €
Finska	5.300.000	54.511 €	10.285 €
Lihtenštajn	36.000	25.313 €	703.139 €
Poljska	38.100.000	17.613 €	462 €
Turčija	74.700.000	12.274 €	164 €

nadaljevanje

ime države	število prebivalcev	ČVS UCITS skladov v milijonih € na dan 30/9/2012	sredstva na prebivalca
Madžarska	10.000.000	7.078 €	708 €
Portugal	10.600.000	5.724 €	540 €
Češka	10.500.000	4.327 €	412 €
Grčija	11.200.000	4.243 €	379 €
Slovaška	5.400.000	2.393 €	443 €
Malta	400.000	2.322 €	5.805 €
Romunija	21.500.000	1.869 €	87 €
Slovenija	2.000.000	1.841 €	921 €
Bolgarija	7.600.000	231 €	30 €

Vir: Prirejeno po EFAMA, *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2012*, 2012, str. 38.

Nekatere evropske države so se zelo dobro odrezale tudi med finančno krizo od leta 2008 naprej. Odločili smo se narediti izračune, koliko so se sredstva povečala od leta 2008 do tretjega četrtletja 2012. Na sliki 11 niso prikazane spremembe pri Romuniji, ker je bila sprememba izjemna in bi sliko popačili. Sredstva v skladih v Romuniji so se povečala za 694 %. V tabeli 3 so zajete vse države. Na sliki 11 vidimo, da prevladuje Švica, sledijo ji skandinavske države, Združeno kraljestvo, Lihtenštajn, Luksemburg, Nemčija in ostale države. Vidimo, da je finančni sistem v teh državah razvit in dolgo časa prisoten in da se zavedajo, da se po velikih padcih tečaji obrnejo v prid. Slovenija je nekje v zlati sredini. Na zadnjih mestih so države, ki imajo velike težave z javnim dolgom in z reprogramiranjem posojil oziroma so tarča negativnih novic v medijih. Omenjeno slej ali prej negativno vpliva na tuje vlagatelje, ki prodajajo naložbe v teh državah in selijo kapital v države, ki so bolj varne.

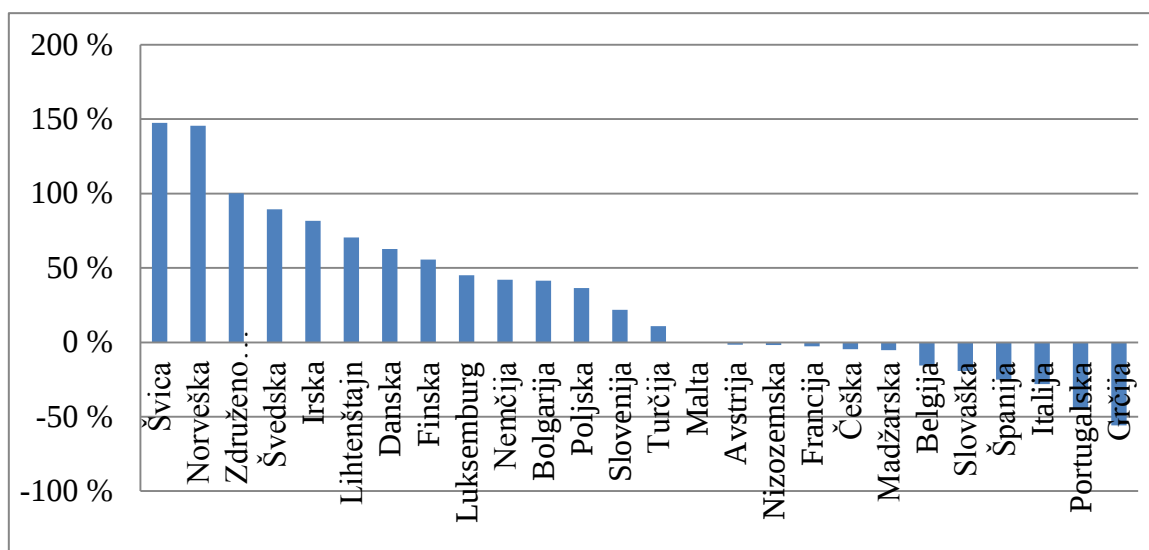
Tabela 3: Sprememba ČVS sredstev po državah od 2008 do q3 2012

Ime države	2008	2009	2010	2011	q3 2012	Sprememba (2008/q3 2012) v %
Avstrija	67,018	69,157	70,850	62,631	65,961	-1,58
Belgija	75,488	74,081	72,061	62,992	63,804	-15,48
Bolgarija	0,162	0,177	0,226	0,225	0,229	41,36
Češka	3,779	3,774	4,122	3,435	3,602	-4,68
Danska	46,836	57,632	67,345	65,609	76,199	62,69
Finska	35,029	45,905	53,448	48,066	54,511	55,62
Francija	1143,265	1253,395	1210,280	1068,141	1113,679	-2,59
Nemčija	171,004	220,424	249,748	226,456	242,877	42,03
Grčija	8,758	8,631	6,456	4,029	3,868	-55,83

Ime države	2008	2009	2010	2011	q3 2012	Sprememba (2008/q3 2012) v %
Madžarska	6,602	7,672	8,631	5,559	6,250	-5,33
Irska	517,702	597,331	758,946	820,041	940,967	81,76
Italija	189,400	193,998	175,358	139,697	136,293	-28,04
Lihtenštajn	14,723	21,053	26,484	25,200	25,104	70,51
Luksemburg	1337,043	1592,373	1880,612	1760,155	1941,223	45,19
Malta				1,648	2,322	Ni podatka
Nizozemska	55,600	66,300	64,305	53,448	54,628	-1,75
Norveška	29,573	49,403	63,243	61,828	72,614	145,54
Poljska	12,777	15,983	19,155	14,269	17,443	36,52
Portugalska	9,752	10,973	8,235	5,658	5,404	-44,59
Romunija	0,234	0,787	1,282	1,845	1,857	693,59
Slovaška	2,760	2,931	3,255	2,466	2,229	-19,24
Slovenija	1,485	1,812	1,993	1,761	1,810	21,89
Španija	194,714	187,152	162,337	150,877	145,909	-25,06
Švedska	81,434	118,198	153,756	138,888	154,257	89,43
Švica	97,041	116,798	195,998	211,037	240,142	147,46
Turčija	11,069	13,484	14,627	10,857	12,267	10,82
Združeno kraljestvo	362,636	506,137	639,435	631,067	726,088	100,23

Vir: Prirejeno po EFAMA, Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2012, 2012, str. 40.

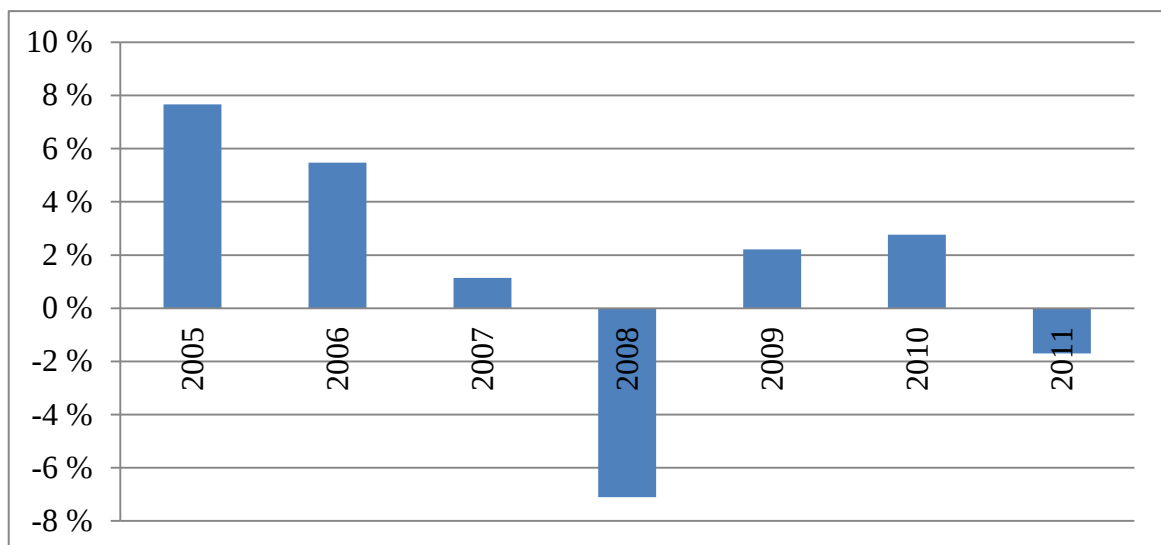
Slika 11: Sprememba ČVS sredstev po državah od 2008 do q3 2012



Vir: Prirejeno po EFAMA, Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2012, 2012, str. 42.

Poglejmo še vplačila, izplačila oziroma neto prilive v evropske vzajemne sklade. Absolutno gledati številke je malo zavajajoče, zato smo se odločili narediti izračune na podlagi neto prilivov v primerjavi s ČVS v skladih. S slike 12 razberemo, da so bili prilivi pozitivni pred letom 2008. Leta 2008 se vidi, da so vlagatelji bili zelo prestrašeni in izplačevali sredstva na svoje transakcijske račune. Industrija vzajemnih skladov v Evropi je bila deležna kar 7-odstotnega neto odliva iz vseh vzajemnih skladov. Leta 2009 so se tečaji začeli pozitivno odbijati navzgor in se lepo vidi reakcija evropskih vlagateljev, ki so hitro prihajali nazaj v vzajemne sklade oziroma so obstoječi vlagatelji vplačevali nova sredstva, ker so videli, da so točke ugodne v primerjavi z dvema letoma prej. Izkoristili so krizo sebi v prid in kupovali poceni točke in tako generirali premoženje sebi v prid. V letu 2010 so se vplačila celo povečala, bilo je videti, da strahu končno ni več. Ampak temu ni bilo tako, ker se v letu 2011 vidijo neto izplačila. Leto 2011 je bilo na delniških trgih v povprečju negativno. Vlagatelji očitno niso pozabili negativnega dogodka iz leta 2008, zato so hitro reagirali in prodajali svoje naložbe. Več kot očitno je, da je strah še vedno prisoten in da bo še kar nekaj časa morali miniti, da neto prilivi dosežejo ravni iz leta 2005 in 2006.

Slika 12: Relativni neto prilivi UCITS skladov (neto prilivi / ČVS)



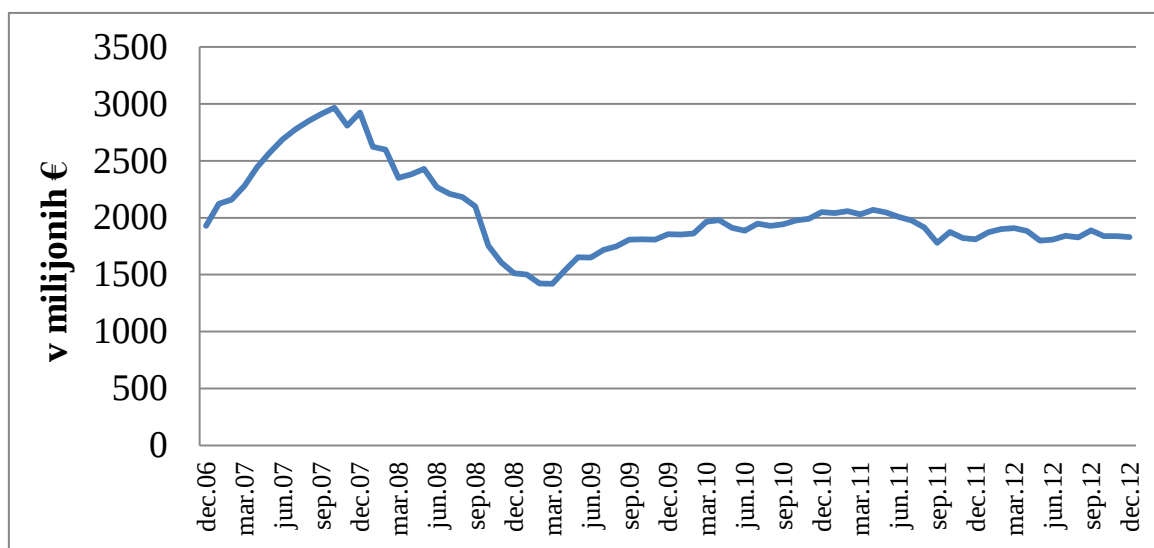
Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2012.

3 SKLADI V SLOVENIJI

Zgodba v Sloveniji je nekoliko drugačna kot drugod po svetu. Prvič v zgodovini vzajemnih skladov smo doživeli krizo oziroma negativno presenečenje. Tako ZDU-ji kot slovenski vlagatelji so bili soočeni s prvo negativno korekcijo delniških tečajev. Bilo je ogromno slabe volje, negativizma in slabe reklame za vzajemne sklade, dokler nismo v Sloveniji dojeli, da smo v globaliziranem svetu, kjer so stvari v finančnem svetu zelo povezane, in da z vstopom v EU nismo več izolirana država in odporni na vse globalne negativne

dejavnike. Lepo se vidi, da so se nam sredstva praktično prepolovila, s 3 milijard € na 1,5. Veliko naložb je bilo usmerjenih na balkanski trg, ki je v krizi doživel najhujše padce. Posledično bo izjemno težko v Sloveniji nazaj pridobiti zaupanje, kot ga imajo drugod po Evropi in svetu. Dejstvo je, da se industrija zaveda, da mora vlagatelju ponuditi čim širši spekter vzajemnih skladov. V zadnjem času DZU-ji ponujajo bolj varne sklade. Vse več je obvezniških in denarnih skladov. Tako si vlagatelji lahko zavarujejo svoj portfelj pred velikimi padci in v prihodnje ne bo več prihajalo do takšnih šokov med slovenskimi vlagatelji. V Sloveniji se ČVS giblje okoli 2 milijardi € in se nikakor ne more premakniti preko te mejo.

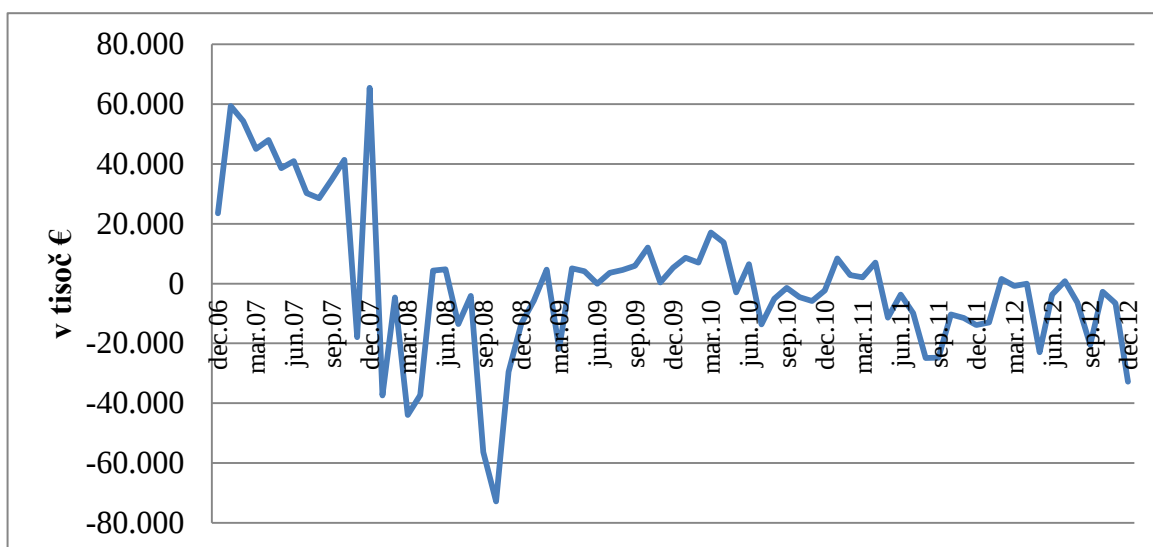
Slika 13: Gibanje ČVS v vseh slovenskih vzajemnih skladih



Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2012.

Vzrokov za slabe razmere na slovenskem trgu vzajemnih skladov lahko najdemo v strahu, ki je še vedno prisoten med slovenskimi vlagatelji, kar se vidi v konstantnih neto odlivih zadnji dve leti. Moramo se zavedati, da imamo veliko vlagateljev, ki so utrpeli ogromne izgube v balkanskih skladih. Zadnji dve leti se tudi gospodarska situacija v Sloveniji slabša in vse več ljudi potrebuje denar za nujne dobrine. Vse to se odraža v neto odlivih in ČVS v vseh slovenskih skladih. Zavedati se moramo, da bo minilo še veliko časa, da bomo imeli tako visoke neto prilive kot pred letom 2007. Z visoko ozaveščenostjo, finančnim izobraževanjem in zavedanjem se bo počasi gradilo temelje za konstantne neto prilive. Vse več vlagateljev vidi, da bodo pokojnine vse nižje in se bo moralo varčevati tako ali drugače. Menimo, da so vzajemni skladi dobra izbira kot orodje za doseg dolgoročnega cilja, ki je odvisen od vsakega posameznika posebej.

Slika 14: Neto tokovi v slovenske vzajemne sklade



Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2012.

V slovenskih vzajemnih skladih je bilo proti koncu leta 2008 v samo enem mesecu za več kot 70 milijonov € odlivov. Pred tem je bilo ob koncu leta 2007 v samo enem mesecu za več kot 60 milijonov € neto prilivov. V povprečju imamo v zadnjem času neto odlive, kar je odraz ljudi, ki so vse bolj v stiski ter strahu pred nadaljnjim reševanjem evropske dolžniške krize.

V zadnjem času se v Sloveniji dogaja tako imenovana konsolidacija. Vzajemni skladi oziroma DZU-ji niso nikakršna izjema. Vse več prevzemov se dogaja tudi med slovenskimi DZU-ji. Po zadnjih podatkih imamo samo še 10 DZU-jev. Vprašanje časa je, kdaj se bo kakšen DZU prodajal, ker je z majhnimi sredstvi v upravljanju težko pokrivati interese lastnikov.

Vse več pritiska je tudi na stroških, ki bremenijo vlagatelja. Vse več vlagateljev gleda na višino stroškov. Domačim DZU-jem konkurirajo tuji DZU-ji v povprečju z nižjimi upravljavskimi stroški (Vzajemci, 2012).

V tabeli 4 lahko lepo vidimo številke ČVS slovenskih DZU-jev za zadnja 3 leta. Vidimo, da Triglav skladi zelo lepo pridobivajo na prednosti in so skoraj neulovljivi. Sledijo jim KD skladi, NLB skladi in vse bolj prevzemno aktivni Infond, ki je prevzel Krekove in sklade Probanke. Ostali manjši DZU-ji izgubljajo boj z velikim igralci in kot smo omenili, je samo vprašanje časa, kdaj bo kakšen DZU prevzet.

Tabela 4: Prikaz ČVS slovenskih DZU-jev v zadnjih treh letih in njihove medletne rasti

ime DZU	december 2009	december 2010	% 10/09	december 2011	% 11/10	december 2012	% 12/11
TRIGLAV DZU	424.205.000	471.954.000	11,26%	419.070.000	11,21%	472.676.689	12,79%
KD SKLADI	421.739.000	429.405.000	1,82%	336.971.110	21,53%	368.366.780	9,32%
NLB SKLADI	305.959.040	341.097.209	11,48%	299.227.884	12,27%	297.665.460	-0,52%
INFOND	210.956.287	214.450.000	1,66%	194.259.947	-9,41%	258.243.408	32,94%
NFD	215.473.524	171.601.549	20,36%	108.935.991	36,52%	99.309.866	-8,84%
ALTA SKLADI	147.994.437	164.661.752	11,26%	164.174.913	-0,30%	158.431.413	-3,50%
PROBANKA SKLADI	108.535.000	105.123.000	-3,14%	76.321.000	27,40%	0	- 100,00%
ABANČNA	72.431.949	70.979.276	-2,01%	58.636.576	17,39%	50.840.000	-13,30%
ILIRIKA	68.489.656	71.646.052	4,61%	46.898.430	34,54%	45.668.067	-2,62%
PRIMORSKI	60.052.215	64.554.939	7,50%	49.696.968	23,02%	49.386.853	-0,62%
Perspektiva	55.734.460	59.679.666	7,08%	35.974.204	39,72%	16.934.426	-52,93%
KREKOVI		41.928.716	/	0	/	0	/
DUS KRONA		42.891.975	/	0	/	0	/

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2012.

SKLEP

Vzajemni skladi so vselej v zgodovini pokazali, da so vedno primerna izbira za dolgoročno varčevanje, ker se nam kupovanje točk vzajemnih skladov ob padcih na finančnih trgih na dolgi rok obrestuje. Obrestuje se nam zaradi tega, ker v času krize kupimo več točk kot v času bikovskega trenda. Verjamemo, da so nekateri vlagatelji hvaležni trenutni krizi, ki se je zgodila, ker so lahko kupovali točke vzajemnih skladov bolj poceni kot pred obdobjem finančne krize. Če pogledamo danes ameriški indeks S&P 500, vidimo, da je na zgodovinskih ravneh in da so vlagatelji bili v času krize lepo poplačani za tveganje, ki so ga sprejemali. Vrednost ameriškega indeksa, ki je sestavljen iz 500 največjih ameriških podjetij iz vodilnih panog, znaša danes na dan 11. april 2013 1593,37\$, kar je najvišja vrednost v zgodovini (Bloomberg, 2013). Žal je pa danes tudi nekaj takih vlagateljev, ki delujejo iracionalno in ob negativnih tečajih izplačujejo iz vzajemnih skladov. Posledično so zelo razočarani, ker so utrpeli visoke izgube. Verjamemo, da se ob dobri poučenosti vlagateljev in številčnih vzajemnih skladov da dobro dosežati cilje, ki smo si jih zastavili.

Vzajemni skladi so se izjemno razširili povsod po svetu in tudi pri nas. Najbolj razvita industrija na področju vzajemnih skladov je vsekakor v ZDA, Nemčiji, Avstraliji in tudi v drugih državah. Mi se počasi, ampak vztrajno približujemo tem najbolj razvitim državam. Sedanja kriza nas je mnogo naučila, kar ostale bolj razvite države vedo že dalj časa. Ne

smemo nositi »vseh jajc v eni košari«. Slovenci zelo stremimo k hitremu zaslužku in tako imamo tudi zastavljene portfelje, večinoma iz delniških skladov. Posebej pred krizo smo Slovenci imeli za razliko od bolj razvitih držav skoraj vse v delniških naložbah. Ko nas je kriza prizadela, nas je prizadela veliko bolj, kot vlagatelje iz ostalih držav, ker so imeli razpršena sredstva med denarnimi, obvezniškimi, mešanimi in delniškimi skladi. Na svetu imamo med vsemi vzajemnimi skladi tretjino delniških skladov, kar pomeni, da smo Slovenci še vedno nad svetovnim povprečjem. Imamo več kot polovico v delniških vzajemnih skladih. Med evropskimi državami smo v zlati sredini po spremembi sredstev danes glede na čas pred krizo. Veliko držav je imelo negativno spremembo, med njimi lahko najdemo tudi našo severno sosedo Avstrijo, ki velja za bolj razvito državo od nas.

Neto tokovi v vzajemne sklade so v večini držav v zadnjem času negativni. Od leta 2008 ZDA beleži konstantne neto odlive, večina evropskih držav prav tako. Slovenija žal tukaj ni izjema in se pridružuje tej negativni statistiki. Vzrokov je precej. Slovenija se je znašla v težki finančni situaciji in Slovenci v povprečju potrebujejo denar za tekoče stroške. Drugi vzrok je tudi v strahu pred morebitnimi padci na delniških trgih, ker strah iz leta 2008 in leta 2011 še ni polegel. Verjamemo pa, da bodo ob vse bolj črnih napovedih naše pokojninske blagajne, precedensu na Cipru, Slovenci začeli razmišljati, da je priporočljivo imeti naložbe v vzajemnih skladih, ki nalagajo sredstva v vsa globalna podjetja, ki prinašajo dobiček in rast.

Zanimivo je videti, kako se vse več denarja pretaka v države v razvoju, ker so vlagatelji prepričani, da bodo na teh trgih deležni višjih donosov kot v razvitih državah. Opaziti je tudi, da se v državah v razvoju počasi razvija industrija na področju vzajemnih skladov. Sredstva v vzajemnih skladih v državah v razvoju se v povprečju bolj povečujejo kot v razvitih državah. Več kot očitno je, da so razvijajoče se države na poti ekonomskega, socialnega in finančnega razvoja, ki bo okrepil srednji sloj, ki bo začel krepiti domačo potrošnjo in tako še bolj zavrtel gospodarsko kolo teh držav.

Svet je postal globalen kot še nikoli doslej. Vsaka negativna novica povzroča nemir na finančnih trgih povsod po svetu in ne samo v določeni regiji. Kljub temu vedno obstaja kakšna regija ali sektor, ki dela bolje od povprečja. Verjamem, da lahko ob mnogih informacijah, ki so nam na voljo, ter kljub težki finančni krizi dobro sledimo svojim dolgoročnim ciljem. Država bo vse manj sposobna skrbeti za svoje državljane, krize bodo vedno in na koncu bo vedno vse odvisno samo od nas samih.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2012). *Sestava premoženja vzajemnih skladov*. Najdeno 16. decembra 2012 na spletni strani <http://www.a-tvp.si/Documents/SkupajVS.pdf>.
2. Bogle, J. C. (1994). *Bogle on Mutual Funds*. Burr Ridge: Irwin.
3. Bloomberg. (2013). Najdeno 11. Aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/quote/SPX:IND>.
4. Finance. (2012). Najdeno 1. decembra 2012 na spletnem naslovu <http://podjetnistvo.finance.si/?go=404>.
5. Finančni slovar. (2012). *Sklad skladov*. Najdeno 12. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.financnislovar.com/definicije/sklad-skladov.html>
6. Fredman, A. J. (1993). *How Mutual Funds Work*. New York: New York Institute of Finance.
7. Investment Company Institute Fact book. (2012a). *A Review of Trends and Activity in the U.S. Investment Company Industry*. Najdeno 13. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.ici.org/pdf/2012_factbook.pdf.
8. Investment Company Institute Fact book. (2012b). *Overview of U.S.-Registered Investment Companies*. Najdeno 13. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.icifactbook.org/fb_ch1.html#investment.
9. Investment Company Institute Fact book. (2012c). *Recent Mutual Fund Trends*. Najdeno 13. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.icifactbook.org/fb_ch2.html.
10. Investment Company Institute Fact book. (2012c). *Recent Mutual Fund Trends*. Najdeno 13. januarja 2013 na spletni strani http://www.icifactbook.org/fb_ch2.html.
11. Investopedia. (2012). *A Brief History Of The Mutual Fund*. Najdeno 16. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mf-history.asp>.
12. Kavčič, M. (2006). *Kaj so to skladi ETF?* Najdeno 12. Februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/142459>.
13. Kleindienst, R. (2001). *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. Ljubljana: GV Založba.
14. Kodrič, S. (2001). Luksemburški skladi SICAV. *Revija Kapital*. Najdeno 13. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://periskop.si/2001/11/luksemburski-skladi-sicav>.
15. Lubej, S. (2005). *Vzajemni skladi za vsakogar*. Maribor: Kapital.
16. Lubej, S. (2005). *Vzajemni skladi za vsakogar*. Maribor: Kapital.
17. Rugg, D. D. (1986). *The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds*. Homewood (III): Dow Jones-Irwin.
18. The European Fund and Asset Management Association. (2012). *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2012*. Najdeno 1. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/Quarterly%20Statistical%20Report%20>

Q3%202012.pdf.

19. Vzajemci. (2012). *Skladi z najnižjimi upravljalskimi provizijami*. Najdeno 1. aprila 2013 na spletnem naslovu http://vzpon.vzajemci.com/novice/investicije/7149/skladi_z_najnizjimi_upravljalskimi_provizijami.
20. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-2). *Uradni list RS* št. 77/2011.
21. Združenje družb za upravljanje. (2012). *Članice Združenja so vse družbe za upravljanje, ki imajo sedež v Sloveniji*. Najdeno 13. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.zdu-giz.si/index.php?page=clanice&nav=12>.
22. Žnidaršič Kranjc, A. (1999). *Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh za koga*. Postojna: DEJ.