

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**MAGISTRSKO DELO**

UPRAVLJANJE S TVEGANJI V DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE  
IN VZAJEMNIH SKLADIH

LJUBLJANA, MAREC 2005

ALEKSANDRA BRDAR TURK

## IZJAVA

Aleksandra Brdar Turk izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 29.3.2005

## KAZALO

1.	UVOD.....	1
1.1.	Predmet proučevanja.....	1
1.2.	Namen in cilji magistrskega dela.....	3
1.3.	Metode raziskovalnega dela.....	5
1.4.	Struktura magistrskega dela.....	6
2.	PREDSTAVITEV VZAJEMNIH SKLADOV.....	6
2.1.	Opredelitev investicijskih skladov.....	7
2.2.	Vrste investicijskih skladov.....	7
2.3.	Naložbene politike vzajemnih skladov.....	8
2.4.	Vzajemni skladi kot naložbena možnost za male vlagatelje.....	11
3.	EVROPSKI ZAKONODAJNI OKVIR INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	18
3.1.	Temeljna evropska direktiva - UCITS.....	18
3.2.	Direktiva o dovoljenih naložbah sklada (angl. <i>Product Directive</i> ).....	21
3.3.	Direktiva o družbah za upravljanje (angl. <i>Management Directive</i> ).....	25
3.4.	Regulacija trga investicijskih skladov v izbranih državah EU.....	28
4.	VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI.....	33
4.1.	Razvoj trga vzajemnih skladov v Sloveniji.....	34
4.2.	Primerjava slovenskih razmer z razvitimi trgi.....	37
4.3.	Slovenska zakonodaja: pregled razvoja do danes.....	39
4.4.	Kritična presoja nepravilnosti in omejitev v slovenski zakonodaji in aktualne rešitve..	41
4.5.	Predviden razvoj slovenskega trga kapitala in vzajemnih skladov.....	47
5.	UPRAVLJANJE S TVEGANJI V VZAJEMNIH SKLADIH.....	48
5.1.	Splošno o upravljanju s tveganji v finančnih institucijah.....	48
5.2.	Upravljanje z operativnimi tveganji v finančnih institucijah.....	52
5.3.	Upravljanje s tveganji v vzajemnih skladih in družbah za upravljanje v Sloveniji.....	55
6.	UPRAVLJANJE S TVEGANJI V PRAKSI – PRIMER DRUŽBE NLB SKLADI, UPRAVLJANJE PREMOŽENJA, D. O. O.....	70
6.1.	Obvladovanje finančnih tveganj.....	70
6.2.	Obvladovanje operativnih tveganj.....	73
7.	SKLEP.....	77
8.	LITERATURA IN VIRI.....	80
	PRILOGE.....	87



# 1. UVOD

## 1.1. Predmet proučevanja

Predmet proučevanja pričujočega magistrskega dela so vzajemni skladi in družbe za upravljanje, njihovo poslovanje in notranja ter zunanja regulacija z vidika obvladovanja tveganj, s katerimi se srečujejo pri svojem poslovanju.

Vzajemni sklad je združeno premoženje večjega števila lastnikov – vlagateljev, ki je razdeljeno na enote, katerih lastniki so vlagatelji v vzajemni sklad. Upravljalec vzajemnega sklada zbrana sredstva vlaga v kapitalski trg, s čimer dosega rast vrednosti premoženja, z razpršitvijo zmanjšuje tveganje in omogoča vlagateljem doseganje kapitalskih dobičkov. V državah z razvitimi finančnimi trgi je varčevanje v vzajemnih skladih bistveno bolj razvito kot v Sloveniji, kjer so imela gospodinjstva konec leta 2001 v povprečju v vzajemnih skladih naložene prihranke v višini približno 1 % BDP na prebivalca, medtem ko je v tem obdobju delež prihrankov gospodinjstev v vzajemnih skladih v ZDA znašal 65 % BDP na prebivalca (World Bank, 2004, ZDU-GIZ, 2004). Po letu 2001, ko je nekaj prevzemov botrovalo razmahu trgovanja na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, so tudi slovenski vlagatelji začeli iskati alternativne možnosti alokacije prihrankov, ki se vse bolj selijo iz bančnih depozitov v kapitalne trge; zaenkrat pretežno slovenske, delno pa tudi v tuje. Obseg sredstev v upravljanju v vzajemnih skladih je konec meseca marca leta 2004 porasel na 131,4 mrd SIT (ZDU-GIZ, 2004), kar predstavlja 6 % vseh bančnih vlog prebivalstva v poslovnih bankah (Banka Slovenije, 2004).

Slovenski trg vrednostnih papirjev regulira Agencija za trg vrednostnih papirjev kot institucionalni regulator, katerega podlaga za delovanje so nekateri temeljni zakoni, ki urejajo to področje. Vzajemne sklade je od leta 1994 reguliral Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), leta 2002 pa je stopila v veljavo novela zakona (ZISDU-1) z dopolnitvami iz leta 2004 (ZISDU-1A), ki je v procesu harmonizacije slovenske zakonodaje ob približevanju Evropski uniji z namenom upoštevanja temeljnih evropskih direktiv, ki urejajo to področje, mimogrede vpeljala bolj stroga merila

poslovanja vzajemnih skladov, investicijskih družb in družb za upravljanje. Če naštejemo le nekatere težave, ki so z novim zakonom in s podzakonskimi akti nastale, med njimi nejasna in omejujoča zakonska dikcija na področju poslovanja družbe za upravljanje s povezanimi osebami, obseg poročanja in vodenja evidenc, neenakopraven položaj družb za upravljanje, ki želijo pridobiti dovoljenje za upravljanje vzajemnih skladov v skladu z ZISDU-1 v primerjavi s tistimi družbami, ki so poslovale pred uveljavitvijo ZISDU-1 in za katere velja rok za prilagoditev novim zakonskim predpisom, ugotovimo, da je slovenskemu kapitalskemu trgu onemogočeno, da bi se pospešeno razvijal, medtem ko na drugi strani novela zakona široko odpira vrata tuji konkurenci, ki je doslej v Sloveniji praktično ni bilo.

Z vstopom Slovenije v Evropsko unijo se odpira možnost nalaganja slovenskih prihrankov v tuje kapitalske trge oziroma prodora varčevalnih produktov s koreninami v tujih kapitalskih trgih v Slovenijo. Večina vlagateljev nima zadostnih znanj s področja vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov, zato je pomembno, da je regulacija trga in njegovih akterjev dosledna in stroga, da bi vlagatelje zavarovala pred nepravilnostmi, ki bi povečevali tveganje vlaganja v vzajemne sklade (Hart, 2002, str. 3).

Upravljanje s tveganji, ki je poleg doseganja koristi za vlagatelje temeljna naloga družb, ki upravljajo s premoženjem vlagateljev, bodisi bank, zavarovalnic ali družb za upravljanje investicijskih skladov, je v finančnih institucijah dobro poznan in v praksi zelo uveljavljen element poslovne politike. Literatura s področja finančne teorije se obsežno ukvarja z obvladovanjem naložbenega tveganja, ki je prisotno pri nalaganju sredstev v varčevalne instrumente z neničelnim tveganjem (Fabozzi, Modigliani, 1996, str. 121; Saunders, Cornett, 2003, str. 7), treba pa je opozoriti tudi na raziskave na področju obvladovanja drugih tveganj, ki niso neposredno vezana na naložbeno politiko finančne institucije, temveč predvsem na delovanje finančne institucije kot organizacije, ki upravlja s premoženjem (Dyett, 2003, str. 11).

Obvladovanje naložbenih tveganj vzajemnih skladov s strani regulatorja in družb za upravljanje samih je postalo še zahtevnejša naloga, odkar je Evropska komisija sprejela novo direktivo o dovoljenih naložbah vzajemnega sklada, ki zmanjšuje omejitve nalaganja

premoženja vzajemnih skladov. Omogoča jim vlaganje v bistveno širši spekter finančnih instrumentov, med katerimi so tudi izvedeni finančni instrumenti, ter uvajanje novih oblik specializiranih vzajemnih skladov (Rouch, 2003, str.4). Proces prilagajanja slovenske zakonodaje se odraža v spremembah ZISDU-1, ki naj bi spremembe evropskih direktiv vključile v slovensko prakso.

Hkrati Evropska komisija uvaja večjo liberalizacijo in poenotenje evropskega trga z uvajanjem direktive o družbah za upravljanje, ki bodo lahko nastopale v drugih državah članicah brez posebnih prilagajanj in pridobivanja dovoljenj od lokalnih regulatorjev, poenostavlja omejitve trženja skladov, hkrati pa zmanjšuje stroške takega meddržavnega poslovanja z uvajanjem skrajšanega prospekta vzajemnega sklada (Filius, 2003a, str. 10). Vprašanje je, ali bodo koristi take liberalizacije presegle potencialno škodo, ki bi jo lahko zaradi strategij spretnih družb za upravljanje utrpeli manj poučeni vlagatelji.

Vsaka družba za upravljanje naj bi imela, podobno kot sorodne finančne institucije, mehanizme varovanja vlagateljev pred tveganji, s katerimi se srečujejo v procesu nalaganja svojih prihrankov. Obenem mora taka institucija razviti tudi mehanizme, ki bodo zagotavljali, da zaradi koristi, ki jih prinaša vlagateljem, ne bi zmanjševala koristi, ki pripadajo družbi, ali celo utrpela škodo. S tem mislimo predvsem na obvladovanje strateških in operativnih tveganj v samem poslovanju družbe. Koliko napotkov za uspešno obvladovanje tveganja je prisotnih v zakonodaji in koliko jih izvira iz ustaljene prakse, je seveda vezano na zrelost trga. V Sloveniji prakse nedvomno primanjkuje, zato je še bolj zanimivo raziskati primer slovenske družbe za upravljanje, ki se je take naloge lotila.

## **1.2. Namen in cilji magistrskega dela**

Namen magistrskega dela je primerjava teoretičnih izhodišč in zakonodajnih okvirov obvladovanja tveganja v vzajemnih skladih in družbah za upravljanje, kritični pregled slovenske zakonodaje v luči evropskih direktiv o investicijskih skladih ter analiza možne

uporabe mehanizmov obvladovanja tveganja v praksi pri slovenskih družbah za upravljanje.

V prvi fazi želimo predstaviti teoretična izhodišča za upravljanje s tveganji v vzajemnih skladih in družbah za upravljanje. Finančna teorija, ki se ukvarja z upravljanjem s tveganji, govori predvsem o naložbenih tveganjih, manj pa o operativnih tveganjih družb za upravljanje. Pri tem se bomo opirali tudi na prakso evropskih finančnih družb, ki velja v tujini, saj je v Sloveniji zgodovina vzajemnih skladov preskromna, predvsem ob upoštevanju sprememb zakonodaje v zadnjih treh letih.

Poleg tega je naš namen kritično pregledati slovensko zakonodajo na področju investicijskih skladov v luči evropskih direktiv, ki urejajo poslovanje investicijskih skladov in družb za upravljanje ter prej omenjenih teoretičnih podlag in izkušenj finančnih institucij z razvitih trgov kapitala. Prikazati želimo, kje se pojavljajo razlike med slovensko in evropsko regulativo, kako dobro je slovenska zakonodaja prilagojena domači in predvsem tuji praksi in ali so zaradi tega slovenske družbe za upravljanje v slabšem položaju v primerjavi s tujimi konkurenti, ki vstopajo na slovenski trg.

Nenazadnje želimo v magistrskem delu prikazati možno uporabo mehanizmov obvladovanja tveganja v praksi pri slovenskih družbah za upravljanje, upoštevajoč napotke in omejitve, ki jih zarisuje zakonodajni okvir, ter rešitve, ki so uveljavljene v slovenski, predvsem pa v tuji praksi.

Eden izmed ciljev magistrskega dela je celovit pregled teoretičnih podlag za upravljanje s tveganji, njihova primerjava s tujo prakso in trenutno prakso v Sloveniji. Nadalje bomo pokazali, kako se slovenska zakonodaja na področju obvladovanja tveganj razlikuje od evropske zakonodaje in kako se slovenska praksa v družbah za upravljanje razlikuje od tuje prakse ter kakšne težave te razlike pomenijo za poslovanje družb za upravljanje v Sloveniji oziroma kako je konkurenčni položaj slovenske družbe za upravljanje in posledično slovenskih vzajemnih skladov slabši od položaja tujih konkurentov, ki vstopajo na slovenski kapitalski trg. Cilj dela je tudi opozoriti na možne težave, povezane z neprilagojeno zakonodajo ob nadaljnjem razvoju trga vzajemnih skladov, pri čemer se



bomo osredotočili na procese nadaljnje liberalizacije tujih trgov in sprememb v evropski zakonodaji.

Cilj dela je tudi prikaz pomembnih tveganj v družbah za upravljanje s poudarkom na posameznih dejavnikih, ki vplivajo na varnost poslovanja družbe in varnost upravljanja z vzajemnimi skladi. Poleg mehanizmov obvladovanja naložbenega tveganja vzajemnih skladov in družbe za upravljanje bomo poudarili predvsem pomen organizacijskih razmerij znotraj družbe, pomen obvladovanja procesov, ravnanja z ljudmi, obvladovanja tveganj informacijske tehnologije, nadzora nad ustreznostjo ravnanj zaposlenih v družbi za upravljanje v skladu s pooblastili in drugih operativnih in strateških tveganj družbe za upravljanje. V nadaljevanju bomo prikazali, kako je v eni slovenskih družb za upravljanje zastavljen sistem celovitega upravljanja s tveganji.

### **1.3. Metode raziskovalnega dela**

V magistrskem delu bodo uporabljene naslednje metode raziskovalnega dela: v prvi fazi bo poudarek na študiju finančne teorije iz strokovne literature tujih in domačih avtorjev s področja upravljanja s tveganji.

Sledil bo študij zakonodaje in podzakonskih predpisov, pri čemer bo opravljena primerjalna analiza slovenskih zakonov in podzakonskih predpisov z evropsko zakonodajo. V analizo bomo skušali smiselno vključiti tudi novele zakona, ki bodo v času pisanja magistrskega dela sprejete oziroma predloge zakonov in avtentične razlage določil zakonov, ki jih pripravlja zakonodajalec, ki se bodo nanašali na področje poslovanja investicijskih skladov in družb za upravljanje.

Na koncu bo uporabljena metoda študije primera, s katero bomo prikazali vpeljavo rešitve za potrebe obvladovanja tveganja v praksi. Pokazali bomo, kako je v eni od slovenskih družb za upravljanje, ki je bila ustanovljena in ki je prejela dovoljenja za upravljanje dejavnosti ter dovoljenja za upravljanje vzajemnih skladov v skladu z ZISDU-1, zasnovan sistem upravljanja s tveganji tako vzajemnih skladov kot tudi družbe za upravljanje.

## **1.4. Struktura magistrskega dela**

Po uvodu bomo v drugem poglavju predstavili investicijske sklade. Opredelili bomo sklade kot finančne posrednike, prikazali njihove različne vrste in naložbene politike ter jih predstavili kot naložbeno možnost za male vlagatelje, pri čemer bomo poudarili tako njihove prednosti kot tudi slabosti. Tretje poglavje bo namenjeno predstavitvi evropskega zakonodajnega okvira oziroma temeljne direktive evropske komisije o UCITS skladih, njenega razvoja in kratko predstavitev regulatornega ustroja trgov investicijskih skladov v nekaterih evropskih državah.

Sledil bo pregled slovenskega trga vzajemnih skladov in primerjava s tujimi razvitimi trgi. Opisali bomo zakonodajo, ki ga regulira, in podali analizo njenih nepravilnosti in omejitev. V tej luči bomo podali oceno predvidenega razvoja slovenskega trga kapitala in vzajemnih skladov. Peto in šesto poglavje bosta namenjena zelo pomembni sestavini delovanja družb za upravljanje in vzajemnih skladov, obvladovanju tveganja. Najprej bomo predstavili upravljanje s tveganji v finančnih institucijah na splošno, nato se bomo osredotočili na družbe za upravljanje in nazadnje na razmere v Sloveniji. V šestem poglavju bomo opisali delujoče sisteme upravljanja s tveganji v eni od slovenskih družb za upravljanje. Magistrsko delo bomo zaključili s sklepnim, šestim poglavjem.

## **2. PREDSTAVITEV VZAJEMNIH SKLADOV**

V drugem poglavju bomo opredelili pojem investicijski sklad, skozi opis različnih vrst investicijskih skladov bomo mednje uvrstili vzajemne sklade in pokazali, kako se med seboj razlikujejo. Pokazali bomo tudi, kakšne naložbene možnosti ponujajo vzajemni skladi malim vlagateljem in kakšne so prednosti in slabosti tovrstnih naložb.

## 2.1. Opredelitev investicijskih skladov

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) opredeljuje investicijski sklad v 2. členu kot podjetje, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. Premoženje investicijskega sklada je razdeljeno na enake enote, investicijske kupone, ki so v lasti vlagateljev.

Investicijski skladi (angl. *investment funds*) so finančni posredniki, ki zbirajo finančna sredstva posameznikov in podjetij in vlagajo v diverzificirane portfelje naložb (Saunders, Cornett, 2003, str. 103; Fredman, 1998, str. 17). Zbiranje finančnih sredstev in vlaganje v potencialno široko paleto naložb je glavna naloga investicijskih skladov. Vsak vlagatelj ima pravico do deleža premoženja, v katerega vlaga investicijski sklad, v sorazmerju z deležem sredstev, ki jih je sam vložil v sklad. Investicijski skladi omogočajo združevanje malih vlagateljev in doseganje višjih ekonomskih koristi, kot bi jih sicer sami dosegli zaradi svoje majhnosti (Bodie et al., 2002, str. 104).

Investicijski skladi prodajajo in odkupujejo delnice po tržni ceni, ki se izračunava kot čista vrednost premoženja (angl. *net asset value*). Ta odraža vrednost vseh sredstev sklada po tržnih cenah, zmanjšano za tržno vrednost obveznosti sklada. Na podlagi tako izračunane čiste vrednosti sredstev, ki v bistvu odraža knjigovodsko vrednost premoženja sklada, lahko vsak vlagatelj ugotovi, koliko je vreden njegov delež premoženja v investicijskem skladu, za odprte vzajemne sklade pa je to tudi cena, po kateri prodajajo in odkupujejo delnice ali enote premoženja.

## 2.2. Vrste investicijskih skladov

Odprti in zaprti investicijski skladi se ne razlikujejo po načinu upravljanja premoženja, oboji namreč ponujajo možnost vlagateljem razpršiti svoje premoženje. Razlika med obema vrstama skladov je v načinu vlaganja oziroma nakupa delnic sklada.

Odprti investicijski skladi stalno ponujajo nove delnice vlagateljem in so pripravljene odkupiti delnice od vlagateljev po njihovi tekoči tržni ceni. Lastniki delnic odprtih investicijskih skladov jih lahko prodajo skladu, z njimi pa se lahko trguje tudi na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. V Sloveniji so vzajemni skladi primer odprtega investicijskega sklada.

Zaprte investicijske skladi ponujajo delnice le določeno vpisno obdobje, t.j. med primarno izdajo, število izdanih delnic pa je določeno ob izdaji. Delnice je naknadno možno kupiti in prodati na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, kjer jih vlagatelj lahko kupi ali proda drugemu zainteresiranemu vlagatelju in ne investicijskemu skladu (Fabozzi, Modigliani, str. 110). V Sloveniji so primer zaprtega investicijskega sklada investicijske družbe.

V tujini poznajo tudi tretjo vrsto, t. i. posebne ali neupravljane investicijske sklade (angl. *unit investment trusts*), za katere je značilno, da je struktura njihovega portfelja naložb fiksna in se ne spreminja do zapadlosti, ko sklad likvidirajo in (morebitne) dobičke izplačajo delničarjem. Število delnic je ravno tako vnaprej določeno in se ne spreminja, vlagatelji jih lahko kupijo le pri prvi izdaji (A Guide to Understanding Mutual Funds, 2000, str. 17). V nadaljevanju magistrskega dela se bomo osredotočili na vzajemne sklade.

### **2.3. Naložbene politike vzajemnih skladov**

Vzajemni skladi se med seboj razlikujejo po svoji naložbeni politiki. Ta namreč določa, kako bo sestavljen in upravljan portfelj naložb, v katere bo naloženo premoženje vlagateljev, kar seveda tudi vpliva na pričakovano donosnost in tveganje naložbe v tak vzajemni sklad.

### 2.3.1. Delniški vzajemni skladi

Med različnimi naložbenimi politikami vzajemnih skladov je trenutno v svetu najbolj razširjena oblika delniških vzajemnih skladov (angl. *equity funds*). To so skladi, ki nalagajo premoženje predvsem ali samo v delnice. Tudi delniški vzajemni skladi se med seboj razlikujejo po naložbeni politiki. Glavni dve skupini delniških vzajemnih skladov sta:

- skladi rasti (angl. *growth funds*), ki svoje naložbe izbirajo med delnicami podjetij, katerih prihodnja rast obljublja visoke kapitalske dobičke, in
- skladi donosa (angl. *income funds*), ki vlagajo predvsem v delnice podjetij, ki izplačujejo visoke dividende.

Skladi rasti so navadno bolj agresivni v svoji naložbeni politiki, kar pomeni, da izbirajo bolj tvegane naložbe, hitro rastoče panoge in manjša podjetja, zato so bolj občutljivi na spremembe v ekonomskem okolju v primerjavi s skladom donosa. Upravljavci delniških skladov se lahko specializirajo za določeno panogo (angl. *sector funds*) in izbirajo samo delnice podjetij iz te panoge, neko državo ali regijo oziroma neko stopnjo gospodarske razvitosti (npr. skladi razvijajočih se trgov – angl. *emerging markets funds*).

### 2.3.2. Obvezniški vzajemni skladi

Druga največja skupina vzajemnih skladov so obvezniški skladi (angl. *bond funds*), ki jih imenujemo tudi skladi stalnega donosa (angl. *fixed-income funds*). Njihovi portfelji naložb so sestavljeni predvsem iz podjetniških in državnih obveznic in drugih dolžniških vrednostnih papirjev. Glede na delniške vzajemne sklade so manj tvegani, vendar ponujajo vlagateljem nižje pričakovane donose.

Obvezniški vzajemni skladi se med seboj močno razlikujejo glede na vrsto papirjev, v katere vlagajo, in sicer od davčno oproščenih državnih obveznic do obveznic podjetij v določeni gospodarski panogi ali državi, lahko so specializirani po zapadlosti ali trajanju papirjev, ki jih imajo v portfelju, od kratkoročnih blagajniških zapisov prek srednjeročnih do dolgoročnih obveznic, lahko pa se specializirajo tudi glede na kreditno oceno izdajateljev vrednostnih papirjev, z razponom od nizkotveganih obveznic z oceno

tveganja AAA (po ocenjevalni lestvici S&P 500), do visokotveganih obveznic z visokim donosom (angl. *junk bonds*).

### 2.3.3. Uravnoreženi oz. mešani vzajemni skladi

Skladi, ki nalagajo svoje premoženje tako v lastniške kot dolžniške vrednostne papirje so t.i. uravnoreženi skladi (angl. *balanced funds*). Njihova struktura premoženja omogoča vlagateljem večjo stopnjo razpršitve, s čimer zniža stopnjo tveganja naložbe, vendar ne ponuja tako visoke pričakovane donosnosti kot delniški skladi.

Med uravnoreženimi ali kombiniranimi skladi se lahko skladi specializirajo za t.i. sklade alokacije sredstev (angl. *asset allocation funds*), katerih premoženje se lahko spreminja glede na stopnjo gospodarskega cikla, in smer gibanja kapitalskih trgov, saj upravitelji takih skladov uravnavajo delež dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev, v katere ima sklad naloženo premoženje. Z izvajanjem naložbene politike s poudarjeno izbiro časovne komponente nalaganja premoženja v delnice ali obveznice (angl. *timing*) se tveganje takih skladov poveča v primerjavi z drugimi uravnoreženimi skladi.

### 2.3.4. Druge vrste vzajemnih skladov

Poleg omenjenih treh skupin vzajemnih skladov poznamo še sklade denarnega trga, ki vlagajo premoženje v kratkoročne instrumente denarnega trga, kot so blagajniški zapisi in potrdila o vlogi, zaradi kratkoročnosti njihovega portfelja pa so tudi bistveno manj tvegani od najmanj tveganih prej omenjenih treh skupin, t.j. obvezniških skladov. Glede na vrsto naložb, ki jih imajo v portfelju, so lahko neobdavčeni ali obdavčljivi, v zadnjih 20 letih pa so po obsegu sredstev, s katerimi upravljajo, presegli pomen in vlogo obvezniških skladov (vir: Mutual Fund Fact Book 2003).

Poznamo tudi indeksne vzajemne sklade, katerih strukturo portfelja poskušajo upravitelji čim bolj približati strukturi določenega borznega indeksa, s čimer naj bi ti vzajemni skladi dosegali enako donosnost kot premoženje, razpršeno v vse naložbe nekega borznega ali panožnega indeksa. Donosnosti so seveda nekoliko nižje zaradi stroškov upravljanja

takega sklada, vendar so transakcijski stroški nalaganja v indeksne vzajemne sklade precej nižji od vlaganja v posamezne delnice. Med drugim tudi zato, ker bi zelo verjetno za nakup posameznih vrednostnih papirjev potrebovali neprimerno več premoženja kot za nakup ene delnice indeksnega sklada.

Naposled so tu tudi skladi skladov, katerih investicijska politika je razvidna že iz imena samega – vlaganje v druge vzajemne sklade, njihova poglobljena prednost pa je zmanjšanje stroškov in še večja razpršitev premoženja (Bodie et. al., 2002, str. 109; Pozen, 1999, str. 16; Malkiel, 1999, str. 206).

## **2.4. Vzajemni skladi kot naložbena možnost za male vlagatelje**

Vlagatelji v vzajemne sklade so večinoma fizične osebe, gospodinjstva. Konec leta 2002 so v ZDA 77 odstotkov vsega premoženja v vzajemnih skladih prispevala gospodinjstva. 18,4 odstotka njihovega premoženja je bilo vložena v vzajemne sklade - polovica ameriških gospodinjstev je imela sredstva vložena v vzajemne sklade<sup>1</sup>. Povprečni vlagatelj je srednje izobražen, rešen ima stanovanjski problem, ima družino in vsaj eden od partnerjev ima redno službo, kar je tudi ciljna tržna skupina večine upravljavcev vzajemnih skladov.

Vzajemni skladi navadno predvidevajo nek minimalni vložek, ki ga mora vlagatelj vložiti v vzajemni sklad, da bi lahko postal imetnik delnic ali enot premoženja sklada, vendar nekateri vzajemni skladi ponujajo tudi možnosti ničelnega minimalnega vložka, če se vlagatelj odloči npr. za obročno varčevanje.

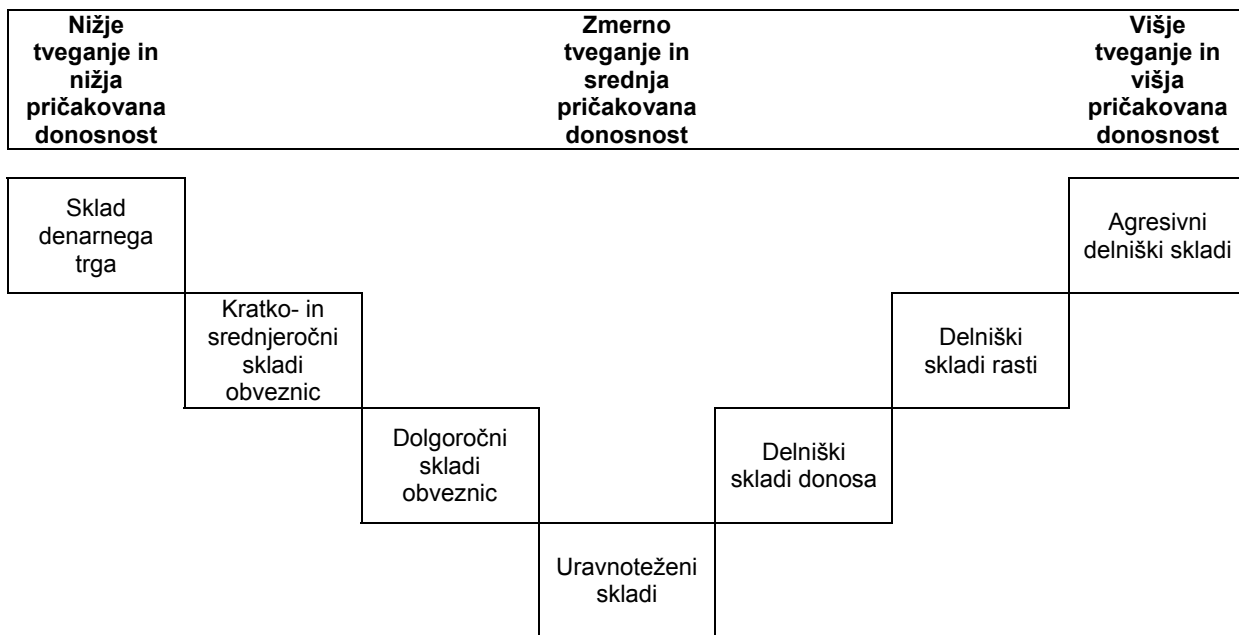
Zaradi raznolike naložbene politike ponujajo vzajemni skladi zelo raznolike naložbene možnosti za vlagatelje. Nizko tvegani vzajemni skladi z instrumenti denarnega trga kratkih ročnosti so bolj primerni za vlagatelje, ki želijo svoj denar naložiti na kratek rok in so nenaklonjeni tveganju, medtem ko so delniški vzajemni skladi namenjeni

---

<sup>1</sup> Vir: Mutual Fund Fact Book 2004, Investment Company Institute.

dolgoročnejšemu vlaganju, zaradi višje stopnje tveganja pa so primernejši za bolj agresivne vlagatelje. Slika 1 prikazuje razvrstitev vzajemnih skladov glede na njihovo naložbeno politiko, ročnost in tveganje.

*Slika 1: Razvrstitev vzajemnih skladov glede na njihovo naložbeno politiko, ročnost in tveganje*



*Vir: A Guide to Understanding Mutual Funds, 2000, str. 6*

Družbe, ki upravljajo vzajemne sklade, ponujajo poleg upravljanja s sredstvi tudi dodatne storitve za vlagatelje, med njimi investicijsko svetovanje, analiziranje poslovanja vzajemnih skladov, vrednostnih papirjev in trgov kapitala, nekateri pa ponujajo tudi agentske storitve za trgovanje z delnicami skladov in prehajanje med skladi.

Glede na investicijsko politiko vlagatelja ter njegovih naložbenih ciljev in zmožnosti lahko vlaganje v vzajemne sklade prinese določene davčne ugodnosti, predvsem za male vlagatelje. Vzajemni skladi, ki vlagajo v državne vrednostne papirje, ali vzajemni skladi posebnega namena (npr. stanovanjski skladi, pokojninski skladi) ponujajo v večini zahodnih držav neobdavčene ali vsaj do neke mere oproščene donose.



#### 2.4.1. Prednosti vlaganja v vzajemne sklade

**Razpršitev naložb** je glavna prednost vlaganja v vzajemne sklade (Bogle, 1994, str. 50). Z nakupom enega samega vrednostnega papirja doseže vlagatelj učinek razpršitve portfelja, saj je njegov denar v vzajemnem skladu skupaj z vložki drugih imetnikov investicijskih kuponov ali delnic sklada naložen v širok portfelj naložb različnih vrst, držav, panog in izdajateljev. V skladu s portfeljsko teorijo (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 948) vzajemni sklad tako znižuje nesistematično tveganje, ki je povezano s specifičnimi lastnostmi posameznega vrednostnega papirja, zaradi značilnosti izdajatelja, panoge ali države izdajatelja. Poleg tega s pomočjo alokacije sredstev med različne vrste vrednostnih papirjev (delnice, obveznice, izvedeni finančni instrumenti, instrumenti denarnega trga itd.) in z uravnavanjem te alokacije omogočajo vzajemni skladi še dodatno zmanjšanje investicijskega tveganja zaradi izničenja nasprotnih si učinkov gibanja teh vrednostnih papirjev v različnih fazah gibanja kapitalskega trga.

**Strokovno upravljanje** omogoča tudi neizkušnim vlagateljem, da svoje premoženje oplemenitijo na kapitalskih trgih, saj tipičen vlagatelj v vzajemne sklade nima dovolj izkušenj in znanja ter navadno tudi ne dovolj časa, da bi se sam ukvarjal z analizo vrednostnih papirjev, kapitalskih trgov, makroekonomskih kazalnikov in sam izbiral naložbe v svojem portfelju, kasneje pa za te naložbe tudi skrbel v skladu z neprestano spreminjajočimi se gospodarskimi gibanji.

Tretja prednost je nedvomno **visoka likvidnost**. Vlagateljem je omogočen hiter in pregleden dostop do svojih sredstev, saj vzajemni skladi sami odkupujejo svoje vrednostne papirje na zahtevo vlagatelja in jih morajo izplačati v razmeroma kratkem času (v Sloveniji morajo to storiti v petih delovnih dneh). Vlagatelj zato ni odvisen od povpraševanja na borznem trgu, še manj pa od cene, ki bi jo morebitni kupec postavil. Vzajemni skladi namreč odkupujejo investicijske kupone po čisti vrednosti sredstev, ki v vsakem trenutku odraža tržno vrednost portfelja vzajemnega sklada.

Za današnje vlagatelje je **udobnost in preprostost nakupa** zelo pomembna. V vzajemne sklade je mogoče vlagati prek pooblaščenih vpisnih mest, ki so lahko banke,

zavarovalnice, agenti ali finančni svetovalci, nekateri upravljavci ponujajo svoje vzajemne sklade po telefonu, po pošti in, vse bolj pogosto, prek interneta. V vzajemni sklad vstopi vlagatelj s podpisom pogodbe ali pristopne izjave, vplačuje pa lahko prek vseh današnjih sodobnih bančnih poti.

Poleg preprostega pristopa in začetka varčevanja ponujajo današnji skladi zelo pomembno **preglednost poslovanja** z dnevnim izračunavanjem in objavljanjem čiste vrednosti sredstev, z objavo letnih, polletnih, četrtnih in ponekod tudi mesečnih podatkov v časopisih, brošurah in na spletu ter s klicnimi centri za pomoč in svetovanje vlagateljem (Pozen, 1999, str. 18).

Poleg naštetih prednosti lahko omenimo še **raznolikost in možnost izbire**, saj je vlagateljem na voljo izredno široka paleta vzajemnih skladov – od generičnih globalnih skladov (angl. *global funds*), do delniških in obvezniških skladov ter izredno specializiranih skladov, ki vlagajo v eno samo regijo, državo, panogo ali podpanogo.

V povezavi z razpršitvijo naložb so za vlagatelja izrednega pomena **nizki stroški** vlaganja v kapitalske trge prek vzajemnih skladov. Izogne se neposrednim stroškom borznega posredovanja in svetovanja, pogosto pa tudi davčnim učinkom neposrednega vlaganja. Ti stroški seveda niso enaki nič, vendar so zaradi velikega obsega premoženja relativno nižji in obenem porazdeljeni na veliko število vlagateljev, kar omogoča precej nižje neposredne stroške za posameznega vlagatelja.

Na koncu omenimo še **zaščito vlagateljev**. Regulatorni ustroj, le-temu bomo namenili večino magistrskega dela, ki ga navadno izvaja državna agencija, se nanaša ne samo na poslovanje vzajemnih skladov, ampak tudi na poslovanje družb za upravljanje in ravnanje njihovih zaposlenih (A Guide to Understanding Mutual Funds, 2000, str. 7).

#### 2.4.2. Slabosti vlaganja v vzajemne sklade

Poleg prednosti ima vlaganje v vzajemne sklade lahko tudi svoje slabosti (Bogle, 1994, str. 55), ki jih navajamo v nadaljevanju. Vlagatelj nima **neposrednega nadzora nad izbiro in**

**strukturo naložb**, v katere bo vloženo njegovo premoženje, saj se ta struktura pri vzajemnih skladih lahko dnevno spreminja, in sicer v odvisnosti od strokovne presoje upravitelja vzajemnega sklada glede na razmere na kapitalskih trgih. Naložbena politika je sicer načrtovana v prospektu ali v pravilih upravljanja vzajemnega sklada, vendar je ta lahko bolj ali manj ohlapno določena, upravljavec pa se lahko odloča o strukturi naložb vzajemnega sklada znotraj vnaprej določenih omejitev.

Na tem mestu bi lahko omenili tudi problem odločitve upravitelja, kdaj realizirati kapitalske dobičke od naložb in kdaj sprejeti ponudbo za izplačilo dividend v obliki delnic ali denarja, na katero vlagatelji nimajo neposrednega vpliva. Oboje ima lahko namreč davčne posledice za vlagatelje.

Velika raznovrstnost ponudbe vzajemnih skladov je lahko za vlagatelje težava, saj se zmanjšuje preglednost nad ponudbo, obsežna spremljajoča gradiva in zakonske zahteve po razkritjih pa zamegljujejo preprostost ponudb, zaradi česa se včasih vlagatelji ne zavedajo implicitnih stroškov tega varčevalnega instrumenta, še posebej, če gre za vzajemne sklade, ki vlagajo v izvedene finančne instrumente in ki obljublajo zajamčeni donos.

Omeniti je treba tudi široko paleto **stroškov**, ki lahko bremenijo vzajemni sklad. Vlagatelje neposredno bremenita vstopna provizija (angl. *purchase sales charge* ali *front-end load*) in izstopna provizija (angl. *redemption fee*, *deferred sales charge* ali *back-end load*) oziroma vstopni in izstopni stroški, ki jih plačajo ob nakupu in prodaji enot premoženja. Nekateri skladi zaračunavajo imetnikom stroške prehoda med skladi (angl. *exchange fee*) in stroške vodenja investicijskega računa (angl. *account maintenance fee*). V ZDA poznajo tudi t. i. distribucijsko provizijo (angl. *distribution fee*; *12b-1 fee*), ki jo v breme sklada zaračunava družba za upravljanje in z njo pokriva stroške trženja, distribucije in prodaje skladov prek distributerjev (Reid, Rea, 2003, str. 2). Podaja vzajemnih skladov namreč v veliki meri poteka prek posredne prodaje s strani agentskih distributerjev. Prek agentov - strokovnih svetovalcev – so skladi do leta 2002 pridobili 55 % vseh sredstev, drugi najpomembnejši prodajni kanal skladov pa so kombinacije s pokojninskimi načrti. V letu 2002 je 48 %

vseh gospodinjestev v vzajemnih skladih varčevalo prek pokojninskih načrtov (vir: Mutual Fund Fact Book, 2003; Reid, Rea, 2002, str. 3).

Med posredne stroške, ki ne bremenijo neposredno vlagatelja, ampak celotno premoženje vzajemnega sklada, lahko najprej uvrstimo upravljavsko provizijo (angl. *management fee*), ki jo skladu zaračunava družba za upravljanje. Nekatere družbe za upravljanje zaračunavajo skladu tudi nagrado za uspešnost (angl. *incentive fees*) (Elton, Gruber, Blake, 2003, str. 2) v primeru preseganja primerljivega indeksa (angl. *benchmark*), čeprav je ta oblika nagrajevanja razmeroma bolj pogosta pri *hedge* skladih<sup>2</sup>. Upravljalec sklada praviloma zaračunava skladu fiksno provizijo, izraženo v odstotkih od vrednosti sredstev sklada. Višja kot je vrednost sredstev sklada, višja je provizija, zato se lahko na trgu zaradi pojavijo anomalije pri vrednostih cen delnic, v katere nalagajo skladi (Carhart et. al., 2002, str. 4). Na razvitih kapitalskih trgih je znan pojav napihnenih cen vrednostnih papirjev ob polletjih in zaključkih trgovalnih let. Izkaže se, da so upravljavci skladov krivi za take anomalije, s čimer povečujejo uspešnost svojih skladov, napihovanje cen delnic sklada pa je v sorazmerju z višino nagrad upravljavca, kar je za upravljavca še posebej prikladno v primeru, če je nagrajevan glede na višino sredstev sklada ob polletju ali ob koncu leta. Tovrstne anomalije zavajajo vlagatelje o pravi vrednosti sredstev sklada in jim hkrati povzročajo nepotrebne stroške.

Poleg teh pa lahko zakonodaja omogoča družbi za upravljanje, da v breme sklada zaračunava tudi druge administrativne in druge operativne stroške, kot so npr. stroški skrbnika, stroški trgovanja z vrednostnimi papirji, stroški obveščanja imetnikov kuponov, davščin in taks ter drugi stroški. Višina stroškov, ki bremenijo posameznega vlagatelja, je lahko odvisna od obsega premoženja, ki ga vloži v sklad, kar še posebej drži pri neposrednih stroških, kjer upravitelj sklada lahko razlikuje med strankami. V tem primeru so prav gotovo v boljšem položaju premožnejši in institucionalni vlagatelji. Hkrati pa razlikovanje med strankami ponavadi ni mogoče pri stroških, ki bremenijo celotno premoženje sklada in se enakomerno porazdeljujejo med imetnike enot premoženja. Vendar pa se ti stroški, ki so navadno fiksnega značaja, relativno znižujejo z večanjem

---

<sup>2</sup> O *hedge* skladih bo več govora v 5. poglavju. Razlaga pojma je podana v slovarčku tujih izrazov v Prilogi 2.

obsega premoženja v skladu in tudi tako omogočajo znižanje stroškov vsakega posameznega vlagatelja.

Berkowitz in Kotowitz (2000, str. 366) sta pokazala, da se vlagatelji odločajo za vlaganje v vzajemne sklade na podlagi enakovrednega upoštevanja pretekle donosnosti skladov in dejavnikov tržnega tveganja naložb, ne upoštevajo pa dejavnika razpršenosti premoženja in posledično diverzifikacije nesistematičnega tveganja. Na pozitivno korelacijsko povezavo preteklih donosov in neto prilivov v sklade opozarjata tudi Lynch in Musto (2003, str. 2). Merilo pretekle donosnosti vzajemnih skladov je predmet visoke stopnje pristranskosti (Blake, Timmerman, 1998, str. 58) zaradi problema vključitve samo tistih skladov, ki so v trenutku analize še obstajali in v preteklih letih še niso propadli zaradi slabega upravljanja (angl. *survivorship bias*).

Izbira vzajemnega sklada in varčevalnih možnosti na splošno je za vlagatelja kompleksen miselni proces, na katerega poskušajo upravljavci vplivati s poudarjanjem svojih pozitivnih lastnosti, med katerimi so lahko poleg donosnosti in stroškov (Elton et. al., 2002, str. 3) tudi ugled in osebne značilnosti upravljavcev (Chevalier, Ellison, 1999, str. 8).

Raznolika paleta naložbenih možnosti, ki je na voljo malim vlagateljem, ko se odločajo o razporeditvi svojih prihrankov, obsega vrsto vzajemnih skladov z različnimi naložbenimi politikami, ki se razlikujejo po vrstah finančnih instrumentov, v katere nalagajo premoženje (delnice, obveznice in instrumenti denarnega trga), in po načinu izbire teh instrumentov (glede na panogo, regijo ali drug kriterij). V drugem poglavju smo opisali njihove prednosti in slabosti ter ponazorili glavne lastnosti, ki jih mora vlagatelj upoštevati, ko se odloča za enega izmed njih.

### 3. EVROPSKI ZAKONODAJNI OKVIR INVESTICIJSKIH SKLADOV

Da bi bolje razumeli delovanje vzajemnih (in širše investicijskih) skladov, bomo v nadaljevanju predstavili zakonodajne in regulatorne okvirje, znotraj katerih delujejo investicijski skladi. Proučili bomo evropsko zakonodajo na področju investicijskih skladov, ki se je močno spremenila z uvedbo prve UCITS direktive in njena osnovna določila. Pokazali bomo, kaj so bile njene poglobitve, ki so botrovale k njenemu nadaljnjemu razvoju v obliki dveh novih direktiv. Na koncu poglavja bomo analizirali regulativni ustroj nekaterih evropskih trgov, na katerih delujejo družbe za upravljanje in investicijski skladi v tujini, da bi v naslednjem poglavju lahko uspešno primerjali tamkajšnje razmere s slovenskimi.

#### 3.1. Temeljna evropska direktiva - UCITS

UCITS (angl. *undertakings for collective investment in transferrable securities*) je pojem, ki ga je leta 1985 z direktivo 85/611/EC uvedla Evropska komisija. Prevedli bi ga lahko v podjetje ali institucijo za skupinsko vlaganje v prenosljive vrednostne papirje. Gre za finančnega posrednika, ki združuje finančna sredstva široke javnosti in jih vlaga v prenosljive vrednostne papirje, in na zahtevo vlagatelja odkupuje enote premoženja, torej gre za investicijske sklade. V Veliki Britaniji so to *unit trusts*, v Franciji *fond commun de placement* in *société d'investissement a capital variable*, drugod po Evropi so to odprti investicijski (vzajemni) skladi<sup>3</sup>.

Med UCITS sklade po definiciji direktive ne sodijo:

- zaprti investicijski skladi (npr. investicijske družbe), katerih kapital in število delnic sta fiksna;
- skladi, ki ne ponujajo svojih enot širši javnosti ali jih ponujajo le zunaj Evropske unije;

- skladi, katerih naložbena politika se ne sklada z določbami direktive.

Namen uvedbe direktive, ki ureja UCITS sklade, je poenotiti zaščito vlagateljev znotraj držav članic Evropske unije in uvesti enotna pravila ustanovitve in upravljanja s skladi, s čimer bi bilo zagotovljeno, da se lahko sklade, ki so ustanovljeni v eni državi članici, prodaja v katerikoli drugi državi članici.

Že sama direktiva določa pravila delovanja sklada, med njimi omejitve naložbene politike, strukture skladov, pravila zadolževanja skladov, pravila o vsebini prospekta sklada, obveznosti poročanja in pogoje za trženje skladov. Med omenjenimi področji je najmanj opredeljen regulatorni ustroj, ki ga direktiva prepušča posamezni državi članici (vir: Deloitte & Touche, 2002).

Med naložbenimi omejitvami omenimo dve najpomembnejši:

- 90 % sredstev sklada morajo obsegati naložbe v vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev;
- v vrednostne papirje posameznega vlagatelja ne sme biti vloženih več kot 5 % sredstev sklada.

Najpomembnejša določba direktive je prav gotovo možnost trženja in prodaje vzajemnih skladov onkraj meja posamezne države članice brez posebnih dovoljenj, pri čemer lahko druga država članica predpiše določene dodatne pogoje, ki jih mora sklad izpolnjevati. To so npr. gradiva za vlagatelje, ki morajo biti v uradnem jeziku države, kjer se sklad prodaja, standardi poročanja, ki so lahko različni od standardov poročanja države, kjer je sklad ustanovljen, pogoji, ki jih morajo izpolnjevati upravljavci sklada oz. njihove podružnice ali distributerji itd.

Specifičnost teh dodatnih pogojev, ki določajo poslovanje sklada v posamezni državi članici, je lahko poglavitni dejavnik razvoja te gospodarske panoge v tej državi. To je jasno razvidno iz primera Luksemburga in Irske, katerih zakonodaja se močno opira na

---

<sup>3</sup> European Community Directive on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, 2003.

smernice direktive in ostaja široka v svojih definicijah, s čimer je bil v teh dveh državah omogočen hitri razvoj vzajemnih skladov (Filius, 2003b, str. 6).

### 3.1.1. Oris najpomembnejših določb UCITS direktive

V nadaljevanju navajamo pomembnejše določbe UCITS direktive. Za nekatere določbe direktive velja, da jih lahko posamezna država članica implementira po lastni presoji in zviša ali zniža omejitve, ki jo izvorno določa direktiva. Podrobnejši pregled pomembnih členov direktive je podan v Prilogi 1.

Direktiva ureja finančne posrednike, ki zbirajo sredstva široke javnosti in jih vlagajo v širok portfelj prenosljivih vrednostnih papirjev, pri čemer na zahtevo vlagatelja odkupijo delnice ali enote premoženja. V svoji definiciji se tako omejuje na odprte investicijske sklade, kar bi v Sloveniji predstavljali vzajemni skladi in izključuje zaprte investicijske sklade, delniške družbe s fiksnim obsegom izdanih delnic.

V določbah o domicilu družbe za upravljanje, sklada in skrbnika direktiva poudarja, da morata biti skrbnik in družba za upravljanje neodvisna ter da morata imeti sedež v isti državi, vendar pa obveznost uporabe skrbniških storitev omejuje le na tiste sklade, katerih delnice (oziroma večina izdaje delnic) niso uvrščene na organiziran trg. Za te namreč šteje, da je nadzor, ki ga izvajajo borzne institucije in revizorji v rednih mesečnih pregledih, dovolj obsežen, da lahko zaščiti interese vlagateljev.

Poglavitne določbe direktive se nanašajo na omejitve naložbene politike. Tako direktiva določa, da morajo 90 % naložb sklada morajo sestavljati vrednostni papirji, ki so uvrščeni na borzi, ali s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Prepoveduje neposredno ali posredno vlaganje v plemenite kovine in dovoljuje nalaganje v izvedene finančne instrumente le za namene obvladovanja obrestnega in deviznega tveganja. Vlaganje v druge sklade je dovoljeno le, če s tem sklad zasleduje neko geografsko ali panožno naložbeno strukturo. Direktiva omejuje tudi zadolževanje skladov na 10 % vrednosti sklada ter prepoveduje posojanje premoženja sklada. Prav tako prepoveduje



pridobitev obvladujočega vpliva na izdajatelja vrednostnih papirjev, v katerega sklad nalaga premoženje.

V svojem drugem delu direktiva obravnava določbe, ki naj bi omogočile enakovreden položaj vseh vlagateljev sklada in transparentnost poslovanja sklada. Tako vsebuje določbe o obvezni objavi prospekta in poročil o poslovanju sklada, ki morajo biti revidirani, ter o obvezni objavi vrednosti enote premoženja sklada. Direktiva posebej napotuje na upoštevanje določb posamezne države članice glede trženja in oglaševanja skladov.

### 3.1.2. Razvoj UCITS direktive

Uporaba UCITS direktive 85/611/EC je še vedno precej omejevala poslovanje skladov in njihovih družb za upravljanje, predvsem zaradi še vedno dokaj strogih omejitev dovoljenih naložb sklada in relativno visoke stopnje avtonomije posamezne države članice, ki je lahko določala drugačne zahteve za prilagoditev, trženje in poročanje skladov iz drugih držav članic (Rouch, 2003, str. 2).

EU je te omejitve do neke mere odpravila z direktivama 107, ki odpravlja nekatere omejitve naložb sklada (*Product Directive*), in 108, ki podrobneje opredeljuje poslovanje skladov in družb za upravljanje (*Management Directive*), ki jih je sprejela konec leta 2001 in so stopile v veljavo februarja leta 2002, države članice pa so jih imele čas implementirati v roku dveh let (do februarja 2004).

V nadaljevanju bomo analizirali dva pomembna koraka v razvoju UCITS direktiv, to sta dve novi direktivi, ki razširjata naložbene možnosti in omejitve poslovanja skladov.

## 3.2. Direktiva o dovoljenih naložbah sklada (angl. *Product Directive*)

Leta 2002 je bila sprejeta direktiva evropskega parlamenta in Evropske komisije št. 2001/107/EC, t.i. *Product Directive*, ki ureja dovoljene naložbe investicijskih skladov.

Direktiva precej razširja nabor naložb, v katere lahko investicijski skladi vlagajo premoženje. Obenem je širjenje obsega dovoljenih naložb sklada zahtevalo poostreitev nadzora nad obvladovanjem tveganja in zahtev po razkritjih, ki jih nova direktiva uvaja (Rouch, 2003, str. 4).

Obseg dovoljenih naložb skladov se je z novo direktivo razširil, obenem pa se je razširila tudi definicija prenosljivih vrednostnih papirjev (člen 1(2)) na delnice in njim podobne vrednostne papirje, obveznice in njim podobne vrednostne papirje ter papirje, ki dajejo imetniku pravico do nakupa prej omenjenih vrednostnih papirjev. Pri tem so izvedeni finančni instrumenti izrecno izključeni iz definicije (člen 1(8)).

Direktiva uvaja možnost vlaganja v instrumente denarnega trga, med njimi v blagajniške zapise in potrdila o vlogi, s čimer je odprla pot k ustanavljanju skladov denarnega trga (člen 1(9)). Z omenjenimi instrumenti se mora trgovati na reguliranem trgu ali pa je izdajatelj predmet nadzora (javne agencije, država, lokalne skupnosti).

Poleg tega direktiva dovoljuje skladom, da sklepajo depozitne posle z ročnostjo do 12 mesecev. Ta možnost bo povečala konkurenčnost med bankami, ki se bodo potegovale za čim večji delež sredstev skladov, obenem pa prinesla skladom bolj konkurenčne pogoje nalaganja svojih sredstev (Dogniez et al., 2003, str. 2).

Direktiva omogoča skladom vlagati v delnice ali enote premoženja drugega investicijskega sklada, ki morajo biti usklajeni z UCITS direktivo ali izpolnjevati določene pogoje. S tem je postala odprta pot za ustanovitev sklada skladov. Med omejitvami naložb teh skladov je omenjen tudi mehanizem izogibanja dvojnemu zaračunavanju stroškov z zahtevo razkrivanja ne samo stroškov, ki jih ima sklad, ampak tudi skladi, v katere vlaga sredstva. Če družba za upravljanje, ki upravlja sklad skladov, vlaga v sklade, ki jih ravno tako upravlja, vlagateljem v sklad skladov ne sme zaračunati vstopnih in izstopnih provizij. Direktiva sicer ne omenja izogibanja dvojnemu zaračunavanju upravljavskih provizij (Rouch, 2003, str. 7).

Direktiva vpeljuje tudi možnost vlaganja v izvedene finančne instrumente v večjem obsegu. Do sedaj je bilo možno vlagati v derivative le za potrebe učinkovitega upravljanja s portfeljem in z namenom obvladovanja deviznih tveganj. Sedaj je to sicer možno v dosti večji meri, pri čemer mora instrument izpolnjevati nekatere pogoje, ki jih predpisuje direktiva (člen 22(a)(1)):

- instrument, na katerega se glasi derivativ, mora biti instrument, v katerega sme sklad sicer vlagati;
- nasprotne stranke pri sklepanju poslov na prostem trgu morajo biti predmet nadzora ustrezne institucije;
- izvedene finančne instrumente, s katerimi se trguje na prostem trgu, mora biti mogoče dnevno vrednotiti in jih mora biti mogoče nemudoma likvidirati na zahtevo sklada.

Ti instrumenti obsegajo tako opcije kot pogodbe o prodaji (angl. *futures*) in pogodbe o zamenjavi (angl. *swaps*).

Omejitev naložb v take instrumente je enaka čisti vrednosti sredstev sklada, nekriti (angl. *short*) posli pa so še vedno prepovedani, tudi v primeru nakupa izvedenega finančnega instrumenta, ki bi lahko pripeljal do nekritega posla (Rouch, 2002, str. 12). Omejitev naložb v derivative posameznega izdajatelja znaša 5 %<sup>4</sup>, omejitev skupnih naložb v prenosljive vrednostne papirje, instrumente denarnega trga, depozite in derivative posameznega izdajatelja ne sme presegati 20 %.

V povezavi s to razširitvijo naložbenih možnosti je direktiva uvedla strožje zahteve po obvladovanju tveganja skladov. Družbe za upravljanje morajo namreč vzpostaviti ustrezen mehanizem za spremljanje, merjenje in ocenjevanje tveganja sklada ter razkriti naložbe v take instrumente v prospektu sklada. Direktiva vpeljuje in daje državam članicam možnost določiti strožje standarde poročanja v zvezi z naložbami sklada, predvsem kadar gre za naložbe v izvedene finančne instrumente oziroma kadar upravitelj sklada pričakuje, da bo čista vrednost sredstev postala bolj volatilna ali pa je to že postala.

---

<sup>4</sup> Omejitev znaša 10 % za izdajatelje, ki so depozitne institucije, s katerimi bi sklad lahko sklepal depozitne posle.

Direktiva vpeljuje tudi mehanizme medsebojnega obveščanja regulatorjev posameznih držav članic v zvezi s poslovanjem skladov in izpostavljenostjo vlagateljev tveganju.

Direktiva dovoljuje tudi ustanovitev indeksnih skladov z določanjem pristojnosti posameznih držav članic, da za posamezne omejitve investicijske politike zvišajo meje dovoljenih deležev naložb v delnice posameznega izdajatelja na 20 oziroma 35 %, pri čemer mora indeksni sklad slediti indeksu, ki ga ustrezna institucija v državi članici prizna. Indeks, ki ga zasleduje indeksni sklad, mora biti sam dovolj razpršen, dovolj reprezentativen za trg, ki ga predstavlja, in podatki o višini indeksa morajo biti ustrezno objavljeni. Družba za upravljanje mora v prospektu sklada jasno navesti, da gre za indeksni sklad.

Direktiva o dovoljenih naložbah sklada prinaša nove priložnosti za sklade in njihove upravljavce. Nove vrste vzajemnih skladov bodo povečale raznolikost ponudbe na trgu. Do sedaj obstoječi skladi skladov, indeksni skladi, skladi denarnega trga in skladi, ki so uporabljali derivative in ki se niso mogli kvalificirati za UCITS sklade, bodo to lahko postali in nastopili na celotnem trgu EU brez posebnih prilagoditev za posamezno državo članico.

Še vedno ni omogočeno ustanavljanje UCITS *hedge* skladov, ki so prepuščeni določilom zakonskih predpisov posameznih držav članic - v EU so trenutno dovoljeni le v Luksemburgu in na Irskem (Hilditch, Walsh, 2003, str. 2). Prav tako z novo direktivo še niso dovoljeni *feeder* skladi, ki bi lahko posplošili vlogo sklada skladov in omogočili upraviteljem doseganje višjih donosov z vlaganje v *offshore* sklade, kjer bi bili davčni učinki za investitorje bolj ugodni. Odpiranje meja naložbene politike je za sklade torej dobrodošlo, vendar ostajajo nekatera odprta vprašanja.

Namen direktive o dovoljenih naložbah sklada sicer ni davčno negativen sam *per se*, vendar je težko oceniti davčne implikacije uvedbe direktive, ki omogoča mnogim skladom preoblikovanje v eno izmed novih oblik ali prilagoditev novim širšim naložbenim omejitvam. Prestrukturiranje skladov ima tako lahko nedvomno negativne davčne posledice za sam sklad, njegovega upravljavca in predvsem njegove vlagatelje (Filius,

2003a, str. 13). Medtem ko ima lahko sklad davčne olajšave v državi, kjer je ustanovljen (ali pa veljajo davčne olajšave za naložbe v določene vrednostne papirje), v drugih državah članicah ali zunaj EU temu ni nujno tako. Gre predvsem za problem obračunavanja zadržanih davkov, do katerih povrnitve je sklad sicer upravičen, vendar so stroški postopka relativno visoki, čas trajanja reševanja relativno dolg, nižji donosi zaradi zadržanih davkov pa na donosnost sklada vplivajo neposredno in takoj.

Uvajanje širše palete možnih naložb povzroča dvig tveganja za vlagatelja, ki ga direktiva sicer regulira z uvajanjem obveznega načrta obvladovanja tveganj, ki ga morajo pripraviti družbe za upravljanje, njegova vsebina pa še vedno ni natančno določena oziroma je prepuščena diskreciji posamezne države članice, kar lahko pomeni neenakopraven položaj vlagateljev v različnih državah članicah. Uvedba sistemov obvladovanja tveganja, vrednotenja in poročanja ter razkritij tako za sklade, ki se bodo odločili za uporabo izvedenih finančnih instrumentov, kot tudi instrumentov denarnega trga pa za družbe za upravljanje ne bo poceni (Filius, 2003a, str. 22).

### **3.3. Direktiva o družbah za upravljanje (angl. *Management Directive*)**

Direktiva Evropskega parlamenta in Evropske komisije št. 2001/108/EC o družbah za upravljanje (Management Directive) izenačuje položaj družb za upravljanje investicijskih skladov (UCITS) z drugimi finančnimi posredniki – kreditnimi in depozitnimi institucijami, investicijskimi družbami in zavarovalnicami – s tem, da jim omogoča ponujanje svojih storitev v drugih državah članicah brez posebnega dovoljenja tamkajšnjega regulatornega telesa (Rouch, 2003, str. 11, McLaren, 2002, str. 2). Delno že upošteva določila direktive Evropskega parlamenta in Evropske komisije št. 2003/71/EC (Prospectus Directive), ki postavlja enotna merila za vsebino, obliko in način objave prospektov vrednostnih papirjev v vseh državah članicah EU in uvaja veljavnost prospekta v vseh državah članicah, če ga potrdi nadzorni organ države članice izdajatelja, pri čemer je treba v drugi državi članici nadzornemu organu samo priglasiti njegovo uporabo (Kalderon, 2002, str. 14).

V prvem delu določa širši nabor storitev, ki jih družba za upravljanje lahko ponuja, in se štejejo za upravljanje z investicijskimi skladi. Tako poleg upravljanja investicijskih skladov upravljanje premoženja obsega tudi upravljanje premoženja posameznih vlagateljev (angl. *discretionary portfolio management*). Obenem omogoča družbam za upravljanje, da za račun skladov opravljajo tudi druge pomožne aktivnosti, kot so investicijsko svetovanje, vodenje evidenc imetnikov delnic oz. kuponov in druge administrativne storitve.

Da bi omogočila olajšano prehajanje poslovanja družb za upravljanje v druge države članice, direktiva vpeljuje skupna pravila varnega in skrbnega poslovanja, ki jih morajo izpolnjevati družbe za upravljanje že v domači državi, kar je pogoj za pridobitev dovoljenja za opravljanje dejavnosti upravljanja z investicijskimi skladi. Dovoljenje domačega regulatorja je veljavno v vseh državah članicah, pri čemer morajo družbe za upravljanje opravljanje dejavnosti v drugi državi članici priglasiti lokalnim nadzornim organom te države (člen 5(1)). Podobna pravila veljajo za podružnico družbe za upravljanje, ki želi opravljati dejavnost upravljanja investicijskih skladov v drugi državi članici.

Državam članicam je z direktivo naloženo, da same določijo podrobnejša pravila poslovanja, predvsem na področju administrativnih in računovodskih standardov, varnih načinov elektronskega poslovanja in postopkov notranjih kontrol, ki vključujejo nadzor nad hrambo dokumentacije in nad poslovanjem s posameznimi vlagatelji ter načine izogibanja konfliktu interesov med družbo, vlagatelji v investicijske sklade in dobro poučenimi vlagatelji (člen 5(f)). Pri tem se direktiva nekoliko nagiba k sistemu nadzora s strani rezidenčne države (angl. *home-state regulation*), medtem ko se je predhodna zakonodaja, ki ureja ponudbo storitev, povezanih z nalaganjem v vrednostne papirje, naslanjala na princip nadzora s strani države gostiteljice (angl. *host-state regulation*).

Direktiva o družbah za upravljanje uvaja strožja pravila kapitalske ustreznosti, ki poleg določil prejšnjih ureditev v zvezi z družbami, ki ponujajo storitve, povezane z nalaganjem v vrednostne papirje, določa minimalni zahtevani kapital v odvisnosti od obsega sredstev v upravljanju (člen 5(a)(1)). Posebej so obravnavane investicijske družbe, ki lahko same upravljajo svoje premoženje ali pa imenujejo družbo za upravljanje, ki bo upravljala

njihovo premoženje. V prvem primeru se zahteva po kapitalski ustreznosti nanaša tudi na investicijske družbe, vendar je ta določena fiksno in ne glede na obseg premoženja v upravljanju, obenem pa investicijska družba ne sme upravljati drugega premoženja, kar pomeni, da prosto ponujanje storitev v drugih državah članicah zanjo ni možno.

Z vpeljevanjem širše opredelitve storitev upravljanja investicijskih skladov direktiva omogoča družbam za upravljanje, da določene storitve izločijo in prenesejo v izvajanje podizvajalcem (člen 5(g)). Poleg zahteve, da je podizvajalec kvalificiran in sposoben izvajati predano storitev, mora družba vzpostaviti kontrolne mehanizme, ki ji bodo omogočili stalen nadzor nad kakovostjo in pravilnostjo izvajanja storitve. Obenem je družbi za upravljanje prepovedano prenesti svoje dejavnosti v izvajanje drugim v taki meri, da bi sama postala le formalna entiteta (angl. *letter-box entity*), ki dejansko ne opravlja nobene storitve. Poleg tega je prenos dejavnosti omejen na družbe v državah članicah oz. v tistih državah, kjer obstaja znatno sodelovanje regulatornih oblasti in je omogočen neposredni nadzor nad opravljanjem storitve.

Za družbe za upravljanje 6. člen vpeljuje t. i. evropski potni list, ki omogoča poslovanje v drugih državah članicah prek podružnice ali neposredno, pri čemer mora o tem obvestiti nadzorni organ države gostiteljice in se prilagoditi specifičnim zahtevam pravnega reda države gostiteljice, medtem ko mora za večino poslovanja upoštevati predpise domicilne države.

Direktiva o družbah za upravljanje vpeljuje tudi nova pravila za trženje investicijskih skladov. Družbe za upravljanje jih smejo promovirati tudi samo z izvlečkom prospekta, ki pa mora vsebovati vse glavne sestavine prospekta investicijskega sklada (le-tega mora sklad še vedno izdati), da bi lahko vlagatelji pravilno presodili ponujeno priložnost varčevanja v primerjavi z vključenimi tveganji (člen 28). V tem določilu uvaja tako v prospektu kot v izvlečku prospekta tudi opis tipičnega vlagatelja, za katerega je investicijski sklad najbolj primeren, kar pa bi lahko po mnenju nekaterih avtorjev (Rouch, 2003, str. 18) pomenilo že prikrito investicijsko svetovanje in na ta način vzpodbudilo pravno vprašanje veljavnosti takega prospekta. To bi lahko odvrnilo vlagatelje od podrobnejše analize ponujenih varčevalnih možnosti. Izvleček prospekta naj bi postal

poglavitno tržno orodje za upravljavce skladov, direktiva v tem smislu prepoveduje regulatornim organom posameznih držav članic, da bi zahtevale vanj vključiti kakršnekoli druge podatke. Izvleček je treba brezplačno izročiti vsakemu vlagatelju pred pristopom k pravilom upravljanja sklada (člen 33).

Direktiva o družbah za upravljanje pa vendarle ne odpravlja vseh težav, ki se pojavljajo pri ponujanju investicijskih skladov v drugih državah članicah (Leclair et al., 2001, str. 13). UCITS direktiva v svojem 44. členu namreč zahteva od družb za upravljanje, da se pri poslovanju v drugih državah članicah prilagodijo vsem zahtevam lokalnih nadzornih oblasti, ki jih direktive ne določajo, kamor sodi predvsem oglaševanje. Kako naj bi poenotenje nastopanja v državah članicah z enim dokumentom v obliki izvlečka prospekta poenostavilo poslovanje ob nespremenjeni zahtevi upoštevanja vsakokratnih določil o oglaševanju v različnih državah članicah, ni jasno.

V večini evropskih držav so zakonodajalci uspešno implementirali obe direktivi v svojo poslovno prakso (Filius et al., 2003b). Med državami se pojavljajo nekatere razlike, predvsem v višinah omejitev posameznih vrst naložb (večinoma pri derivativih in indeksnih skladih), višini zahtevanega kapitala družb za upravljanje zaradi izpolnjevanja zahteve o kapitalski ustreznosti, načinu spremljanja tveganj zaradi vlaganja v izvedene finančne instrumente, še vedno pa se pojavljajo precejšnje razlike med državami članicami v zvezi z oglaševanjem, davčnim režimom in stroški regulatornega nadzora poslovanja skladov. Vse države članice so morale svojo zakonodajo prilagoditi novim direktivam do konca avgusta 2003, nove določbe so stopile v veljavo februarja 2004.

### **3.4. Regulacija trga investicijskih skladov v izbranih državah EU**

Uravnavanje tveganj v finančnih institucijah, ki bo v nadaljevanju magistrskega dela še bolj podrobno obravnavano, regulatorni organi v različnih evropskih državah obravnavajo različno. V nadaljevanju bomo analizirali regulatorne sisteme v 4 evropskih državah, s poudarkom na obvladovanju tveganj.



### 3.4.1. Velika Britanija

V Veliki Britaniji je regulativa celotnega finančnega trga v domeni enotnega regulatorja, Financial Services Authority (FSA), ki ga lahko štejemo za krovni nadzorni organ, ta pa sodeluje še z drugimi – lokalnimi borzami, Uradom za preprečevanje korupcije (Serious Frauds Office) in Prevzemnim odborom (Takeover Panel). Za zaščito vlagateljev skrbi ombudsman, ki sprejema in presoja pritožbe posameznih vlagateljev in ima možnost izrekat kazni do višine 100.000 GBP. Trg je reguliran z enotnim zakonskim predpisom, Financial Services and Markets Act (FSMA), ki je bil sprejet leta 2000.

Poglavitna naloga FSA je nadzor delovanja finančnih trgov, vključujoč banke, izdajatelje, člane borz, sklade in družbe za upravljanje premoženja, odkrivanje kršitev in kazenski pregon kršiteljev. Nadzor nad izdajatelji vrednostnih papirjev, skladi in organiziranimi trgi je posebej opredeljen in obsega možnosti neformalne zahteve po podatkih, formalne zahteve po podatkih in dokumentaciji in inšpekcijski pregled. Pod omenjen nadzor sodijo tudi organizatorji trgovanja (borze) in druge infrastrukturne institucije, kot so klirinške hiše in skrbniki.

FSA lahko v primeru kršitev izreče denarno kazen ali drugo sankcijo družbi ali osebi, ki je storila kršitev, pri hujših primerih lahko odvzame dovoljenje za opravljanje dejavnosti ali izključi izdajatelja iz organiziranega trgovanja, pri drugih pa lahko spremeni zahteve, ki jih mora institucija izpolnjevati (npr. postavi dodatne omejitve), omeji dovoljene dejavnosti družbe, kar je še posebej pomembno pri družbah iz drugih evropskih držav, ki se pojavijo na trgu s pomočjo “evropskega potnega lista” in ki niso direktno pod nadzorom FSMA. Poleg udeležencev trga, ki po zakonu sodijo pod regulativo FSA, lahko FSA nadzira in sankcionira tudi delovanje posameznikov, še posebej v primeru zlorab trga in trgovanja z notranjimi informacijami.

Podrobnejša pravila poslovanja investicijskih skladov in družb za upravljanje je FSA zapisala v t. i. FSA Handbook<sup>5</sup>.

Leta 2003 so tri britanska združenja, Investment Management Association – IMA, Depositary and Trustee Association (DTA) in Futures and Options Association (FOA) izdali podrobnejša navodila za upravljavce UCITS skladov (Dyett, 2003). V njih je med drugim zapisano nekaj osnovnih pravil poslovanja in napotkov za obvladovanje tveganj:

Družba za upravljanje mora vzpostaviti nadzorstveno organizacijsko strukturo, na vrhu katere bo komisija (*supervisory committee*), posamezni organizacijski deli pa bodo imeli točno določene odgovornosti. Družba mora izvajati notranje in zunanje revizijske preglede in poročati FSA o vseh morebitnih tveganjih situacijah poslovanja.

V smislu obvladovanja tveganj mora družba izoblikovati neodvisen sistem notranjih kontrol, ki bo zagotavljal usposobljenost kontrolorjev, ustrezne načine kontrole glede na kompleksnost procesov in finančnih instrumentov, ki jih uporablja, kar še posebej velja za izvedene finančne instrumente, v katerem bo jasno razmejena odgovornost posameznikov. Družba mora zagotoviti funkcionalno ločenost procesov poslovanja s strankami in spremljave.

Postopki merjenja in poročanja o tveganjih v družbi morajo biti jasni in formalno zapisani, kakor tudi postopki postavitve notranjih investicijskih omejitev, preverjanja cen in vrednosti uporabljenih za vrednotenje premoženja skladov, za bolj kompleksne instrumente pa priporočajo analizo s scenariji in stresna testiranja portfelja. Poročanje mora biti redno in natančno, poročila o ocenah tveganja pa morajo biti poleg komisiji vročena tudi vsem, ki operativno izvajajo ukrepe obvladovanja tveganja.

#### 3.4.2. Nemčija

Tudi v Nemčiji je regulativa celotnega finančnega trga v domeni enotnega regulatorja (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin), ki trg nadzira v sodelovanju s federalnimi institucijami, ki nadzirajo banke, zavarovalnice in trge vrednostnih papirjev, z Deutsche Bundesbank, z regionalnimi borznimi nadzorniki in Komisijo za vrednostne

---

<sup>5</sup> Povzeto po [Hart, 2002].

papirje (Wertpapierrat). Trg regulirata dva poglobitna zakona: zakon o bančništvu in zakon o vrednostnih papirjih.

Finančne institucije morajo za svoje poslovanje zagotavljati ustrezni kapital, primerno organizacijsko strukturo, usposobljenost zaposlenih ter mehanizme notranjih kontrol in sisteme za obvladovanje s tveganji. Vse omenjene lastnosti so predmet nadzora BAFin-a, ki lahko v primeru kršitev odredi administrativno kazen v višini 50.000-500.000 EUR, za nepravilno poročanje pa kazen do 150.000 EUR; izda lahko prepoved poslovanja ali odredbo za začasno zaustavitev izplačil, delitve dobička ali dajanja posojil. V primeru nesolventnosti lahko odredi zaprtje družbe, začasni ali trajni odvzem dovoljenja in likvidacijo družbe ali sklada.<sup>6</sup>

### 3.4.3. Španija

Španski finančni trg regulirajo tri nadzorne institucije, in sicer španska centralna banka (BoS), komisija za trg vrednostnih papirjev (Comisión Nacional del Mercado de Valores - CNMV) in generalni direktorat za zavarovalništvo in pokojninske sklade (DGS). Za vsako od omenjenih področij velja ločena zakonodaja, področja delovanja posameznih nadzornikov pa niso vedno jasno razmejena in se delno prekrivajo.

BoS in DGS delujeta večinoma s pomočjo pisne regulative in njihov nadzor je izrecno formalne narave, medtem ko je CNMV nagnjena k izvajanju tudi bolj neformalnega nadzora v obliki konzultacij. Vsi trije izdajajo tehnična navodila za poslovanje na posameznem delu finančnega trga, vendar ta navodila niso nikoli zelo podrobna, ampak veljajo bolj kot splošni napotki za poslovanje.

CNMV nadzira v prvi fazi izdajatelje vrednostnih papirjev, pri čemer daje soglasje k prospektu in drugi dokumentaciji, predmet nadzora je njihovo redno poročanje, poročanje o lastniški strukturi in izrednih dogodkih. Nadalje nadzoruje tudi sekundarne trge vrednostnih papirjev vključno z borzami in klirinškimi institucijami. V nadzor

---

<sup>6</sup> Povzeto po [Emde, 2002].

CNMV so vključene tudi družbe, ki ponujajo storitve s področja upravljanja s tveganji, vključujoč upravitelje UCITS skladov, investicijsko svetovalne družbe in družbe za upravljanje tveganega kapitala. Njihova moč nadzora je v primerjavi z britanskimi nadzorniki nekoliko omejena pri družbah, ki poslujejo v Španiji s pomočjo “evropskega potnega lista”.

Kazni so večinoma administrativne in znašajo od 5 % vrednosti povzročene škode do 300.000 EUR za trgovalne člane in 150.000 EUR za družbe za upravljanje UCITS skladov. CNMV lahko v primeru najresnejših kršitev, ko je ogrožena likvidnost, solventnost ali celotna stabilnost družbe ali sklada, odredi zamenjavo vodstva, vključujoč suspenz in odstavitev vodilnega osebja, s trajno ali začasno prepovedjo delovanja do 10 let v resnih situacijah. Za trgovalne člane je zagrožen odvzem licence za trgovanje do 5 let, ki je lahko tudi trajen, vendar ga mora v tem primeru odobriti pristojno ministrstvo ali ministrski svet.<sup>7</sup>

#### 3.4.4. Francija

Francoski nadzorni sistem je sestavljen iz največ organov, katerih delovanje ni jasno razmejeno po vrstah storitev na finančnem trgu. Na prvem mestu so tri glavne nadzorne institucije: komisija za trg vrednostnih papirjev (Commission des Opérations de Bourse – COB), komisija za finančne trge (Conseil des Marchés Financiers – CMF) in bančna komisija (Commission Bancaire – CB).

Nadzor nad poslovanjem bank in investicijskih družb izvajata v prvi fazi CB in CMF, pri čemer je za licenciranje zadolžena posebna komisija, Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d’Investissement (CECEI), za regulacijo pa Comité de la Réglementation Bancaire et Financière (CRFB). Pod jurisdikcijo COB-a zapadejo družbe, ki ponujajo storitve upravljanja s premoženjem, pri čemer je posebna skrb namenjena nadzoru nad razkritji vseh pomembnih podatkov za vlagatelje, CMF pa nadzoruje njihovo poslovanje in obnašanje na trgu, skupaj z nadzorom brokerjev in dealerjev. COB nadzira

---

<sup>7</sup> Povzeto po [Gomez-Acebo, 2002].

predvsem razkritja skozi prospekte in letna poročila skladov, podajanje tekočih informacij izdajateljev, opravlja pa tudi nadzor nad poslovanjem francoskih skladov v tujini in tujih investicijskih skladov v Franciji. Za izdajo dovoljenj za poslovanje francoskim institucijam je pristojen COB, medtem ko tujim institucijam, ki želijo v Franciji poslovati pod “evropskim potnim listom” dovoljenje izdaja CMF in CECEI. Julija 2002 je ministrstvo podalo predlog, da bi se CMF in COB združila, pri čemer bi oblikovali tudi nov zakon (Financial Security Act).

Za razliko od prej opisanih regulatornih režimov v Franciji družbam za upravljanje ni treba poročati o kršitvah, vendar jih morajo tekoče odpravljati, delno je ta obveznost prenesena na skrbnika sklada, pri čemer so iz tega načela izvzete sumljive transakcije v zvezi s pranjem denarja in kazenska dejanja. Za kršitelje so zagrožene denarne kazni do 1,5 mio EUR ali desetkratnik dobička, ki ga je pridobila oseba s protizakonitim dejanjem, med nedenarnimi pa suspenz ali odvzem dovoljenja, ki je lahko začasen ali trajen in velja lahko za družbo ali odgovorno osebo.<sup>8</sup>

V tretjem poglavju smo predstavili evropsko zakonodajo in regulativno prakso na področju investicijskih skladov. Spremembe le-te od leta 1986 do danes so z možnostjo uvajanja novih oblik naložbenih možnosti za vlagatelje in večanjem raznovrstnosti ponudbe investicijskih skladov posredno pospešile razvoj celotnega evropskega trga vrednostnih papirjev. Nedvomno je evropska zakonodaja vplivala tudi na razvoj slovenskega trga, ki ga bomo podrobneje obravnavali v naslednjem poglavju.

#### **4. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI**

Vzajemni skladi v Sloveniji so v zadnjih treh letih doživeli izredno rast. To je v veliki meri posledica kombinacije dveh vplivov – izredno visokega donosa slovenskih delnic (in posledično delniških vzajemnih skladov) v zadnjih nekaj letih in padanja pasivnih obrestnih mer. Do prvega razvoja je poleg rasti dobičkov podjetij prišlo tudi zaradi

---

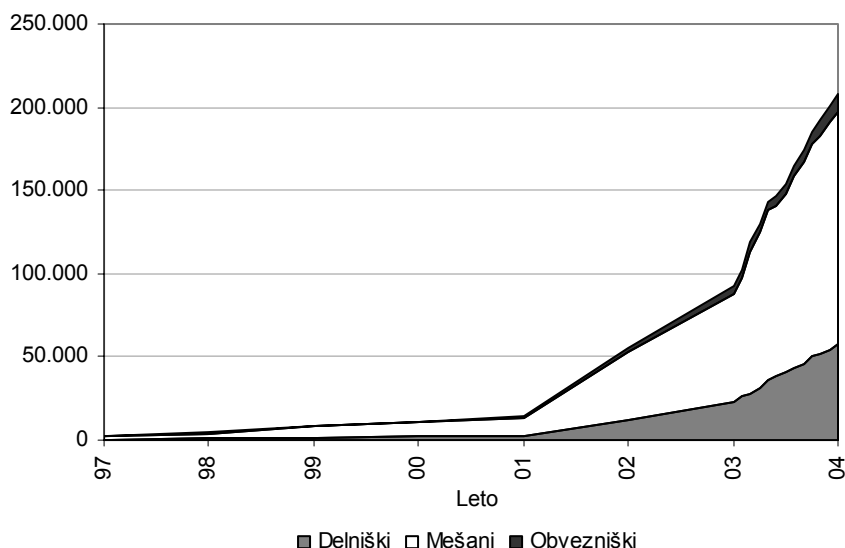
<sup>8</sup> Povzeto po [Kleiman, L'Homme, 2002].

strukturnega zvišanja kazalnikov vrednotenja slovenskih delnic z nivojev, bolj tipičnih za novo nastajajoče trge na ravni, značilne za razvite borzne trge (trenutno ni bistvenih odstopanj od slednjih). Podoben razvoj je bil opazen tudi pri prejšnjih pristopnicah ob vstopanju v EU in EMU (Španiji, Grčiji in Portugalski). Drugi ključen razvoj za vzpon vzajemnih skladov – nižanje nominalnih obrestnih mer – je prav tako povezan z EU (konvergenčna merila za prevzem evra), tako da je industrija vzajemnih skladov ena prvih, ki je močno pridobila z vstopanjem Slovenije v EU.

#### 4.1. Razvoj trga vzajemnih skladov v Sloveniji

Po letu 2001 se je z velikimi prevzemi na slovenskem kapitalskem trgu začela prebujati tudi industrija vzajemnih skladov (Slika 2). V letu 2004 se je trend povečevanja neto pritokov v vzajemne sklade, ki je bil izrazit že v drugi polovici leta 2003, še okrepil. Do konca leta 2004 so vzajemni skladi upravljali s premoženjem v višini 207,7 mrd SIT, povprečna mesečna stopnja rasti sredstev v letu 2004 je znašala 6,1 %, v primerjavi z začetkom leta pa se je premoženje v vzajemnih skladih povečalo za 102,9 %.

Slika 2: Obseg sredstev v vzajemnih skladih v Sloveniji v letih 1997-2004 (v mrd SIT)

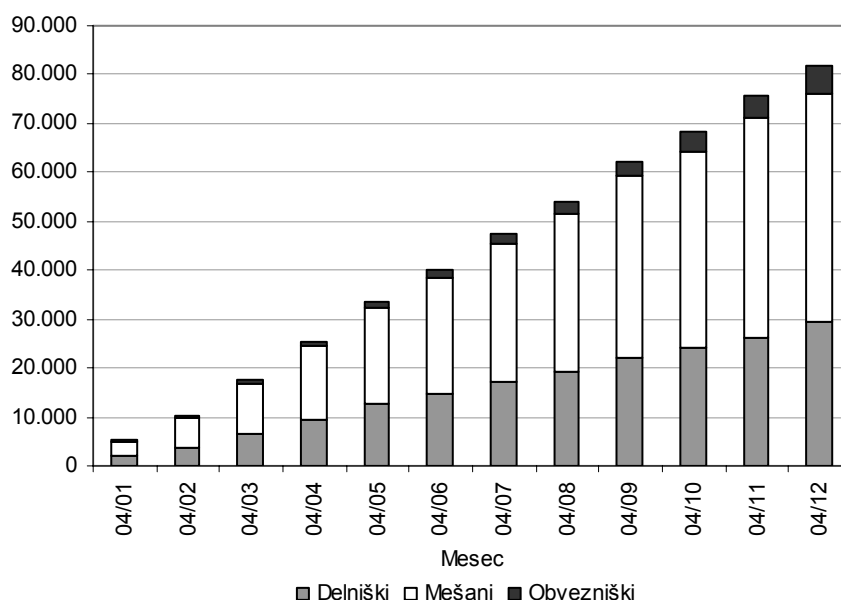


Vir: Spletna stran portala vzajemnih skladov Vzajemci.com, 2005.

Velik neto pritok sredstev v vzajemne sklade, ki je prikazan na Sliki 3, je vplival tudi na povečanje deleža varčevanja v vzajemnih skladih glede na varčevanje v bankah in glede na

bruto domači proizvod (BDP). Delež varčevanja v vzajemnih skladih je ob koncu oktobra 2004 znašal 3,5 % BDP oziroma 14,5 % vezanih tolarskih vlog prebivalstva v bankah<sup>9</sup>.

Slika 3: Neto prilivi v vzajemne sklade v Sloveniji letu 2004 po mesecih (v mrd SIT)

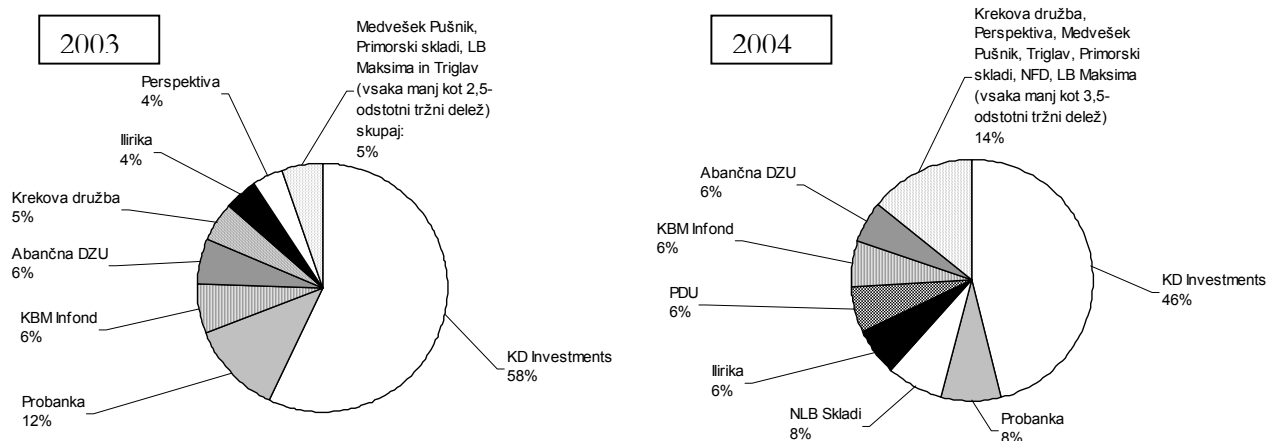


Vir: Spletna stran portala vzajemnih skladov Vzajemci.com, 2005.

Konec leta 2003 je bilo na trgu vzajemnih skladov 8 družb za upravljanje, ki so skupaj upravljale 20 vzajemnih skladov. Noben od vzajemnih skladov takrat še ni bil usklajen z novelo zakona ZISDU-1, ki je zahtevala prvo fazo uskladitve do konca leta 2003. V letu 2004 sta se pojavila dva nova ponudnika storitev upravljanja premoženja v vzajemnih skladih, in sicer maja družba NLB Skladi, d.o.o., s štirimi vzajemnimi skladi, ki so bili že usklajeni z ZISDU-1 in septembra prvi tuji ponudnik, Raiffeisen Krekova banka, ki je na trgu ponudila 10 vzajemnih skladov. Konec leta 2004 je bilo na trgu skupaj 42 vzajemnih skladov, od katerih jih je bilo le 22 usklajenih z ZISDU-1. Struktura trga se je z vstopom novih ponudnikov in novih vrst vzajemnih skladov nekoliko spremenila v primerjavi s koncem leta 2003 (Slika 4). Še vedno je prisoten dominantni vpliv ene družbe za upravljanje, opaziti je sicer njegovo zmanjšanje na račun rasti vpliva drugih družb za upravljanje, obenem pa se je zmanjšalo število družb za upravljanje, ki zasedajo zelo majhen tržni delež.

<sup>9</sup> Vir: Spletna stran portala vzajemnih skladov Vzajemci.com in Banka Slovenije

Slika 4: Struktura trga vzajemnih skladov po tržnem deležu družb za upravljanje konec leta 2003 in 2004



Vir: Spletna stran portala vzajemnih skladov Vzajemci.com, 2005.

Celoten obseg sredstev v vzajemnih skladih se je poleg visokih neto prilivov povečeval tudi zaradi rasti delniških tečajev, kar je pa dejavnik, ki verjetno ne bo več dolgo vplival na poslovanje slovenskih skladov, saj domače delnice v primerjavi s tujimi niso več podcenjene, glede na standardne kazalnike vrednotenja<sup>10</sup>, poleg tega pa skladi vedno večji delež naložb izbirajo med tujimi delnicami (konec decembra 2004 je znašal delež tujih naložb med vsemi naložbami vseh skladov 16,3 %, medtem ko je konec decembra 2003 ta delež znašal le 9,31 %), precej pa se povečuje tudi delež denarnih sredstev, depozitov in instrumentov denarnega trga v celotnem premoženju skladov (konec decembra 2004 je znašal ta delež med vsemi naložbami vseh skladov 13,8 %, medtem ko je konec decembra 2003 znašal 10,8 %) <sup>11</sup>.

Mnogi od vzajemnih skladov na slovenskem trgu so vlagateljem ponudili privlačne možnosti varčevanja – tri družbe za upravljanje ponujajo možnost postopnega varčevanja, ena od njih tudi rentnemu podobno postopno izplačevanje iz sklada. Nekatere družbe za upravljanje so za svoje sklade v prvih nekaj mesecih ponudile vplačevanje brez vstopnih stroškov, pri čemer je trženje tovrstnih produktov vedno treba jemati z nekoliko mero previdnosti, saj so redki ponudniki, ki v svojem promocijskem gradivu jasno objavijo višino vseh stroškov, ki bodo bremenili vlagatelje v vzajemni sklad v času njegovega

<sup>10</sup> Analitska poročila NLB d.d.

<sup>11</sup> Združenje družb za upravljanje – GIZ



varčevanja (ti podatki morajo biti sicer v skladu s predpisi objavljeni v prospektu in izvlečku prospekta). Najpogosteje »zamolčani« sta upravljavska in skrbniška provizija ter stroški borznega posredovanja, ki jih pri svojem poslovanju plačuje vzajemni sklad.

## 4.2. Primerjava slovenskih razmer z razvitimi trgi

Prvi vzajemni sklad je bil ustanovljen leta 1924 v Bostonu. Dejavnost upravljanja vzajemnih skladov v ZDA se je razvijala sprva relativno počasi, do leta 1970 je bilo aktivnih 360 vzajemnih skladov, ki so upravljali premoženje v višini 50 milijard USD (Saunders, Cornett, 2003, str. 104), v zadnjih 30 letih pa se je razvila s silovito hitrostjo, pri čemer so v Evropi manjši rastoči skladi prispevali znaten delež k tej rasti (Ottens, Bams, 2002, str. 4). Z uvedbo skladov denarnega trga, skladov s posebnimi davčnimi ugodnostmi in namenskih vzajemnih skladov – delniških, obvezniških, skladov razvijajočih se trgov, skladov tveganega kapitala, skladov izvedenih finančnih instrumentov itd. – se je premoženje v vzajemnih skladih v ZDA do junija leta 2004 povečalo na 7.587 milijard USD, kar predstavlja dobro polovico vsega premoženja, ki je v upravljanju v vzajemnih skladih v svetu (konec junija 2004 je znašalo svetovno premoženje v upravljanju v 54 tisoč vzajemnih skladih 14.410 milijard USD)<sup>12</sup>. Različni donosi na trgih vrednostnih papirjev v različnih državah so povzročili upad neto prilivov v vzajemne sklade, ki so se iz 246 mrd USD v prvem kvartalu znižali na 18 mrd USD v drugem kvartalu zaradi nižjih prilivov v delniške in uravnotežene sklade ter odlivov iz obvezniških skladov in skladov denarnega trga.

Premoženje v delniških vzajemnih skladih je znašalo 6.300 mrd USD, kar je predstavljalo 44 % vseh sredstev v vzajemnih skladih konec junija 2004. Delež vzajemnih skladov denarnega trga so predstavljali 23 % sredstev, obvezniški skladi so predstavljali 20 % sredstev, mešani skladi pa so upravljali 9 % sredstev.

---

<sup>12</sup> The Mutual Fund Fact Book 2004, Investment Company Institute

V ZDA in Kanadi je bilo upravljanih 57 % vseh sredstev, sredstva v evropskih skladih so predstavljala 33 % vseh sredstev v upravljanju, kar je ob polletju leta 2004 znašalo 5.158 mrd EUR sredstev v upravljanju. To pomeni porast v primerjavi s koncem leta 2003 za 7,1 %. Sredstva v skladih UCITS so predstavljala 78,7 % vseh sredstev v upravljanju v evropskih skladih (dobrih 4 tisoč mrd EUR). Za najrazvitejša trga veljata Luksemburg in Francija, kjer je v primerjavi z drugimi evropskimi državami postopek registracije precej bolj preprost. Največjo rast prilivov sredstev v sklade beležijo v letošnjem letu v državah vzhodne Evrope, kjer beležijo stopnje rasti do 33 %. Med prebivalstvom v evropskih državah je delež varčevanja v vzajemnih skladih v primerjavi s slovenskimi varčevalci precej višji, saj znaša v Evropi v povprečju 55 % BDP p.c., v ZDA pa se ta delež giblje okoli 65 %<sup>13</sup>.

Slovenski trg je v tem pogledu še precej nerazvit, glede na nizek delež prihrankov v vzajemnih skladih in glede na visok delež sredstev v klasičnih bančnih vlogah. V primerjavi s tujimi vlagatelji se slovenski varčevalec težje odloči za varčevanje v vzajemnih skladih; več pozornosti in časa posveča izbiri pravega sklada. Povprečni slovenski varčevalec je pasiven in zmerno konzervativen, torej gre za vlagatelja, ki bo vložil svoje prihranke v več različnih naložbenih možnosti, ob tem pa bo izbral dolgoročneje varčevalne produkte, v katerih bo imel premoženje vloženo dalj časa in jih ne bo pogosto spreminjal<sup>14</sup>. Povprečni ameriški vlagatelj del svojih prihrankov (ali predhodno zasluženih dobičkov) nameni za bolj dinamično nalaganje, pri čemer ima skoraj tretjino prihrankov naloženih v vzajemne sklade denarnega trga, ki predstavljajo zelo likviden in relativno netvegan način razpolaganja s tekočimi sredstvi. V ZDA skoraj polovica vlagateljev vlaga sredstva v vzajemne sklade prek pokojninskih načrtov, večinoma prek pokojninskih shem, delno sponzoriranih s strani njihovih delodajalcev. Vlagatelji so visoko izobraženi, na gospodinjstvo pa imajo v povprečju vloženi 125.000 USD, medtem ko znašajo v Sloveniji povprečna sredstva v vzajemnih skladih 2,5 mio SIT na vlagatelja<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> FEFSI, World Bank

<sup>14</sup> Kleindienst, 2001, str. 32, interna gradiva družbe NLB Skladi, d.o.o., in NLB d.d.

<sup>15</sup> Mutual Fund Fact Book 2004 in Spletna stran portala vzajemnih skladov Vzajemci.com

### 4.3. Slovenska zakonodaja: pregled razvoja do danes

Leta 1994 sta bila sprejeta dva zakona, ki sta postavila temelje za razvoj slovenskih vzajemnih skladov. Z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (Ur. list RS, št. 6/94) je bila ustanovljena Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: Agencija), regulatorna institucija za trg vrednostnih papirjev v Sloveniji. V skladu z novelo zakona o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/94, 31/00 in 52/02; v nadaljevanju: ZTVP-1) so njene naloge naslednje:

“Agencija za trg vrednostnih papirjev opravlja nadzor in izvršuje druge naloge in pristojnosti, določene s tem zakonom<sup>16</sup>, zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [...], zakonom o prevzemih [...] ter zakonom o nematerializiranih vrednostnih papirjih [...]. Svoje naloge in pristojnosti izvršuje agencija z namenom zagotoviti spoštovanje določb [prej omenjenih] zakonov [...], ter s tem ustvariti pogoje za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev v te trge.”

Poleg nadzora nad izdajanjem in trgovanjem z vrednostnimi papirji, nad področjem prevzemov, nad poslovanjem borze, klirinško-depotne družbe in borznoposredniških hiš ter drugih udeležencev trga, izvaja nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje ter ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje v Sloveniji ter njihovim poslovanjem.

Za namene nadzora nad poslovanjem investicijskih skladov je bil istega leta sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94; v nadaljevanju: ZISDU). Z njim je bilo določeno, da mora vsak vzajemni sklad upravljati družba za upravljanje. S to določbo je bila omejena možnost poslovanja borznoposredniških hiš na tem področju, ki so pred tem lahko upravljale vzajemne sklade, sedaj pa so mnoge BPH to opustile. Razvoj trga se je precej upočasnil, saj je bilo od sprejetja ZISDU do leta 2001 ustanovljenih le 6 novih vzajemnih skladov, eden pa je bil likvidiran.

---

<sup>16</sup> Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1).

Omejitve ZISDU se niso nanašale le na institucionalni vidik poslovanja vzajemnih skladov s tem, ko so jim določile zahtevo po upravljanju s strani družbe za upravljanje, ki je smela opravljati le to dejavnost, temveč predvsem z omejitvami investicijske politike, ki so omejevale naložbe v tuje vrednostne papirje na 10 % vrednosti sredstev sklada.

Konec leta 2002 je bila sprejeta novela zakona ZISDU-1 (Uradni list RS, št. 110/02, 73/03 in 32/04), ki je prinesla precejšnje spremembe na področju poslovanja vzajemnih skladov, med drugim tudi z namenom harmoniziranja zakonodaje z evropskimi direktivami<sup>17</sup>. Sledilo je 41 podzakonskih aktov in 6 sprememb teh podzakonskih aktov, ki podrobneje urejajo poslovanje skladov in družb za upravljanje. Na vprašanje, kako uspešna je bila pri tem, bomo poskušali odgovoriti v naslednjem podpoglavju.

Poglavitne pozitivne spremembe, ki jih je prinesla novela, so predvsem odprava 10-odstotne omejitve nalaganja v tuje vrednostne papirje, kar omogoča skladom da precej bolj razpršijo svoje premoženje, omogoča jim izbiro med bolj kakovostnim naborom naložb, ki so obenem precej bolj likvidne z bistveno širšim spektrom panog, regij in podjetij, med katerimi lahko izbirajo. Obenem omogoča skladom vlagati v delnice drugih investicijskih skladov, v izvedene finančne instrumente, odpira pa tudi možnost ustanavljanju novih vrst investicijskih skladov, kot so indeksni in namenski investicijski skladi, skladi denarnega trga in skladi skladov.

Odprava teh omejitev je omogočila nekakšno prebujanje slovenskega kapitalskega trga, saj je bilo v dveh letih od sprejetja ustanovljenih 16 novih skladov<sup>18</sup>.

Novela zakona pa je prinesla tudi nekatere omejitve. Družbe za upravljanje morajo skleniti za račun vzajemnega sklada s skrbnikom pogodbo o opravljanju skrbniških storitev, tripartitno pogodbo s klirinško-depotno družbo in skrbnikom, tripartitno pogodbo z borznoposredniško hišo in skrbnikom, omejeno je sklepanje poslov s

---

<sup>17</sup> Podrobnejšo razlago novosti dveh pomembnejših evropskih direktiv podajamo v 3. poglavju.

<sup>18</sup> Vzajemni skladi, ki so poslovali v skladu z ZISDU, so morali do 31. 12. 2003 vložiti zahtevo za izdajo odločbe o usklajenosti poslovanja z novim zakonom, do izdaje odločbe pa morajo nositi oznako "posebni". Konec decembra je še več kot 10 vzajemnih skladov čakalo na odločbo Agencije o uskladitvi poslovanja z ZISDU-1.

povezanimi osebami, precej se je povečal obseg poročanja, neprimerno večje so tudi kazenske sankcije za kršitve zakona.

#### **4.4. Kritična presoja nepravilnosti in omejitev v slovenski zakonodaji in aktualne rešitve**

Eden najbolj omejujočih dejavnikov upravljanja z investicijskimi skladi v Sloveniji so bile do uvedbe novega zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje omejitve investicijske politike, ki jih ZISDU-1 znatno razširja, predvsem omogoča nalaganje v tuje vrednostne papirje.

Dovoljene vrste naložb so podrobneje našteje v poglavju 4.3 zakona, v grobem jih sestavlja osem skupin naložb:

- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, ki so sprejeti ali s katerimi se trguje na organiziranem trgu;
- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na drugem organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji ali v državi članici, ki redno deluje in je priznan ter odprt za javnost;
- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev tuje države (pod določenimi pogoji);
- vrednostni papirji, ki jih pridobi družba za upravljanje za račun investicijskega sklada v postopku njihove prve prodaje (pod določenimi pogoji);
- enote oziroma delnice drugih investicijskih skladov (pod določenimi pogoji);
- denarni depoziti pri kreditnih ustanovah (pod določenimi pogoji);
- izvedeni finančni instrumenti, opredeljeni v ZTVP-1, ter tem instrumentom enakovredni instrumenti, katerih poravnava se vrši z denarnim plačilom, pri čemer morajo, med drugimi pogoji, njihov temelj sestavljati finančni instrumenti iz istega odstavka zakona, finančni indeksi, obrestne mere, devizni tečaji ali tuje valute;
- instrumenti denarnega trga, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev oziroma s katerimi se običajno trguje na denarnem trgu (pod določenimi pogoji).

Dovoljeni deleži in višine naložb investicijskih skladov so nadalje omejene z 68. in 69. členom zakona, ki govorita o največji dovoljeni izpostavljenosti investicijskega sklada do posamezne osebe oz. skupine oseb, s 70. členom, ki obravnava prepoved pomembnejšega vpliva na upravljanje izdajatelja, v 71. členu so omejene naložbe v enote premoženja drugih investicijskih skladov, posebej pa so opredeljene tudi omejitve v izvedene finančne instrumente (72. člen), naložbe indeksnih skladov (73. člen), naložbe v instrumente denarnega trga (74. člen) in naložbe namenskega investicijskega sklada (75. člen). Dodatne pogoje in omejitve investicijske politike opredeljuje agencija v Sklepu o naložbah investicijskega sklada (Ur. list RS, št. 80/03).

Ob upoštevanju vseh omenjenih omejitev investicijske politike je bilo smiselno pričakovati, predvsem za nove vzajemne sklade, ustanovljene po uveljavitvi zakona, da v časovnem obdobju, v katerem se bo sklad polnil, ne bo mogoče dosegati omejitev investicijske politike, ki jih tako natančno opredeljuje zakon. Tako določilo je sicer tudi zapisano v 76. členu zakona, vendar ta izvzema le nekatere omejitve investicijske politike, ki jih družba za upravljanje oz. sklad lahko krši, oziroma se mora z njimi uskladiti v roku 6 mesecev od pridobitve dovoljenja ATVP v zvezi z upravljanjem sklada oziroma soglasjem k pravilom upravljanja. V procesu polnjenja sklada, ko lahko z dnevnimi prilivi v vzajemni sklad priteče do nekaj odstotkov čiste vrednosti sredstev v enem dnevu ali v nekaj dneh, in upoštevajoč dejstvo, da se na medbančnih trgih obveznic in pri primarnih izdajah vrednostnih papirjev izvajajo transakcije, ki so do nekajkrat večje od transakcij na delniških trgih, je take zahteve nemogoče izpolnjevati ves čas poslovanja vzajemnega sklada. Regulator bi moral upoštevati dinamiko vplačil in rasti vzajemnih skladov in omogočiti družbam za upravljanje, da znotraj določenih meja ne upoštevajo vseh omejitev investicijske politike, ki jih narekuje zakon.

Druga zelo pomembna novost je uvedba skrbnika, kot ga poznajo določila UCITS. Ob tej novosti pa so se pojavile dodatne omejitve poslovanja družb za upravljanje. Agencija je namreč pri odločanju o dodelitvi soglasja k skrbniški pogodbi med družbo za upravljanje in skrbnikom upoštevala nekoliko sporno interpretacijo 1. odstavka 137. člena zakona, ki pravi, da “družba za upravljanje za račun vzajemnega sklada ne sme sklepati poslov (1) za

svoj račun ali za račun drugih investicijskih skladov, ki jih upravlja, (2) z osebami, ki so povezane z družbo za upravljanje, [in] (3) s skrbnikom oziroma z osebami, ki so povezane s skrbnikom”. Sporna interpretacija agencije se je oklepala določbe 2. točke 1. odstavka 137. člena in je prepovedovala družbam za upravljanje skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev z osebo, ki je povezana z družbo za upravljanje. Interpretaciji so nasprotovale tako družbe za upravljanje kot banke skrbnice. Omenjena določba je namreč zapisana v poglavju 5.6. (Upravljanje premoženja vzajemnega sklada), katerega prva določba je pojasnitev pojma upravljanja s premoženjem, ki obsega:

1. sklepanje pravnih poslov, katerih predmet je premoženje vzajemnega sklada,
2. razpolaganje s premoženjem vzajemnega sklada zaradi izpolnitve obveznosti iz poslov, sklenjenih pri upravljanju premoženja vzajemnega sklada,
3. sprejemanje izpolnitev obveznosti druge pogodbene stranke na podlagi poslov, sklenjenih pri upravljanju premoženja vzajemnega sklada, in
4. uresničevanje pravic iz vrednostnih papirjev vzajemnega sklada oziroma drugih finančnih naložb vzajemnega sklada.

Razpolaganje s premoženjem vzajemnega sklada obsega torej predvsem nakupe in prodaje vrednostnih papirjev in drugega premoženja vzajemnega sklada, medtem ko so skrbniške storitve administrativna funkcija, ki jo nekdo opravlja za vzajemni sklad.

Šele avtentična razlaga 137. člena zakona<sup>19</sup> in posledično sprememba zakona z novelo ZISDU-1A, ki določa, da se kot posli za račun vzajemnega sklada iz prvega odstavka 137. člena Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje štejejo posli, katerih predmet je premoženje vzajemnega sklada, je omogočila družbam za upravljanje, da sklenejo skrbniško pogodbo z osebo, ki se šteje za povezano z družbo za upravljanje.

Obenem je ta določba vnesla več nejasnosti in povečala negotovost pri trgovanju z vrednostnimi papirji, ki ga v imenu družbe za upravljanje in za račun vzajemnega sklada opravlja borzni posrednik. V smislu določb 137. člena je mišljena zaščita vlagateljev, da bi se preprečile zlorabe premoženja vzajemnih skladov za “parkirišča” vrednostnih papirjev

---

<sup>19</sup> 23. marca 2004 jo je sprejel Državni zbor (Ur. l. RS, št. 32/2004).

oz. skladišča manjvrednih vrednostnih papirjev, ki bi se jih povezana oseba oziroma najverjetneje obvladujoči lastnik družbe za upravljanje hotela znebiti po relativno visoki ceni, ki ne bi škodovala vrednosti njihovega lastnega portfelja. Pri trgovanju na organiziranih trgih vrednostnih papirjev pa je borzni posrednik v stiku z drugimi borznimi posredniki in ne s končnimi strankami. Pri sklepanju teh poslov borzni posrednik ne sme razkriti identitete stranke v skladu z 90. členom pravil borze.

Pojavilo se je torej vprašanje, kdo bo jamčil, da posli, sklenjeni na organiziranih trgih za račun vzajemnih skladov, niso bili sklenjeni z osebami, ki se štejejo za povezane z družbo za upravljanje. To je preraslo v pravno vprašanje, ki ga rešujejo družbe za upravljanje pri sklepanju pogodb s skrbnikom in borznim posrednikom – skrbnik mora preverjati zakonitost poslovanja vzajemnih skladov, vendar te odgovornosti noče sprejeti zaradi neznanke na drugi strani borzne enačbe, borzni posrednik nasprotne stranke pa tega v skladu s pravili borze ne sme razkriti. Absurdnost prepovedi sklepanja takih poslov na borznem trgu, kjer je cena javno objavljena in se ponudba in povpraševanje v večini primerov samodejno ujameta skozi enako ponujeno in povpraševano ceno papirja ter se posel v sistemu BTS samodejno sklene, je toliko večja ravno zato, ker takih poslov brez razkritja identitete končne stranke praktično ni mogoče odkriti.

Izjeme od navedene prepovedi, ki še vedno velja, so bile vpeljane z ZISDU-1A, vključujejo pa transakcije s skrbnikom in z njim povezanimi osebami, ki obsegajo instrumente denarnega trga, denarne depozite in vrednostne papirje v postopku njihove prve javne prodaje, sprejetje javne ponudbe za odkup vrednostnih papirjev po zakonu, ki ureja prevzeme, ter instrumente denarnega trga in obveznice, katerih izdajatelj je Banka Slovenije oziroma Republika Slovenija, pri čemer za vse omenjene instrumente veljajo določeni dodatni pogoji.

Poleg sklenitve pogodbe s skrbnikom, za kar mora družba za upravljanje pridobiti dovoljenje agencije, mora s klirinško-depotno družbo in skrbnikom skleniti tripartitno pogodbo, ki urejajo njihova medsebojna razmerja (Plavšak, 2004), kot morajo svoja medsebojna razmerja urediti skrbnik, borznoposredniška družba, ki bo sklepala posle za račun vzajemnega sklada, in KDD. Pri tem je ZISDU-1 v 61. členu določal, da mora



družba za upravljanje postati članica KDD, ki bo imela samo pravico vpogledovanja v stanje vrednostnih papirjev vzajemnega sklada, saj lahko odpiranje računov za sklad in vnašanje nalogov za razpolaganje z vrednostnimi papirji vzajemnega sklada opravlja samo skrbnik, kateremu pa članstvo v KDD ni naloženo<sup>20</sup>. Strošek tovrstnega članstva za družbo za upravljanje ni zanemarljiv (znaša pribl. 4 mio SIT letno).

Poleg tega se je pri ureditvi razmerij med skrbnikom in borznim posrednikom, ki opravlja posle za račun družbe za upravljanje oziroma vzajemnega sklada, treba dogovoriti, kdo bo med omenjenimi strankami prevzemal odgovornost za denarno poravnavo oz. kdo bo sodeloval v kritnem skladu, ki ga predvidevajo pravila KDD. KDD se je pri tem vprašanju postavil v nevtralni položaj in določil, da lahko skrbnik prevzame samo izpolnitev obveznosti prenosa vrednostnih papirjev, pri čemer sklenejo KDD, skrbnik in trgovačni član pogodbo o ureditvi razmerij v zvezi z uporabo registrske kode RK3, ali pa skrbnik prevzame tako izpolnitev obveznosti prenosa vrednostnih papirjev in denarnih obveznosti, pri čemer se sklepa pogodba o ureditvi razmerij med KDD, skrbnikom in trgovačnim članom v zvezi z uporabo registrske kode RK2. Pri uporabi registrske kode RK3 je jamstvo denarne poravnave v celoti breme trgovačnega člana, taka poravnava pa je tudi bolj dolgotrajna, saj se prvi del poravnave (od kupca vrednostnega papirja, v tem primeru vzajemnega sklada, do borznega posrednika) odvija prek dveh posrednikov – družbe za upravljanje in skrbnika, ki mora tako poravnavo odobriti, to pa za družbo za upravljanje predstavlja tako dodaten strošek kot tudi dodatno opravilo pri spremljavi poslovanja.

ZISDU-1A v svojem 59. členu določa, da se med KDD, skrbnikom in družbo za upravljanje v roku 60 dni od uveljavitve zakona sklene nova pogodba, na podlagi katere postane član klirinško-depotne družbe skrbnik. Vprašanje denarne poravnave ostaja predmet pogajanj med borznim posrednikom, družbo za upravljanje in skrbnikom.

---

<sup>20</sup> Kljub temu, da je v Sloveniji do danes dovoljenje za opravljanje skrbniških storitev agencija izdala samo bankam, ki imajo tudi dovoljenje za opravljanje poslov borznega posredništva in ki so potemtakem že članice KDD, zakon določa, da skrbniške storitve opravlja tudi oseba, ki ni finančna institucija, vsekakor pa tudi za banke dovoljenje za izvajanje poslov borznega posredništva s skrbniškimi storitvami ni povezano.

3. odstavek 12. člena Sklepa o shemah letnih in polletnih računovodskih izkazov investicijskih skladov, vsebini njihovih prilog s pojasnili, analitičnem kontnem načrtu, pravilih vrednotenja postavk v računovodskih izkazih in pravilih za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada (Ur. list RS, št. 80/2003 in 133/2003) določa: "Vlagatelji vplačujejo in vzajemni sklad izplačuje enote premoženja po neznani vrednosti. Podroben postopek z opredelitvijo načina ter časa preračuna vplačila nakupne vrednosti investicijskega kupona v število enot premoženja vzajemnega sklada in načina ter časa preračuna števila enot premoženja vzajemnega sklada v odkupno vrednost investicijskega kupona vzajemnega sklada določi družba za upravljanje v pravilih upravljanja in prospektu vzajemnega sklada."

Po interpretaciji agencije je treba z načinom preračuna vplačila nakupne vrednosti investicijskega kupona v število enot premoženja vzajemnega sklada zagotoviti, da določeni vlagatelji ne bodo mogli izkoristiti poznavanja, razumevanja in dostopnosti (sicer javnih) informacij o borznem trgu in ne bodo mogli vplačati sredstev v vzajemni sklad po bolj ugodnih pogojih v primerjavi z drugimi vlagatelji. Zato je pri odločanju o izdaji soglasja k pravilom upravljanja, kjer se določi način preračuna vplačila nakupne vrednosti investicijskega kupona v število enot premoženja vzajemnega sklada, zahtevala, da se pri preračunu pri skladih, ki vlagajo v vrednostne papirje, s katerimi se trguje v Sloveniji, upošteva en dan zamika, pri tujih skladih pa celo dva dni. Tako naj bi bili vlagatelji zavarovani, saj bodo vplačevali v vzajemni sklad, ko še ne bodo znani tečaji papirjev, ki so predmet naložb vzajemnega sklada. Tak način preračuna pa je v očitnem neskladju s 1. odstavkom 132. člena zakona, ki pravi: "Vplačila investicijskih kuponov, opravljena v določenem obračunskem obdobju, se preračunajo v število enot premoženja vzajemnega sklada po nakupni vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada na zadnji dan tega obračunskega obdobja." Predlog, da bi presečno uro za vplačila postavili eno uro pred zaključkom trgovanja istega obračunskega dne, je agencija zavrnila, kakor tudi argument neskladja z zakonom.

Kljub sprejetju novele zakona konec aprila letos ostajajo odprta vprašanja še vedno nerešena, ZISDU-1A pa odpira dodatna vprašanja, ki naj bi jih agencija razrešila v roku 6 mesecev od uveljavitve zakona (torej novembra 2004) z izdajo določenih novih

podzakonskih aktov. Ob izdaji omenjenih aktov žal niso bila razrešena pereča vprašanja, novi podzakonski akti naj bi pripomogli k harmonizaciji slovenske zakonodaje z evropsko, povzročili pa so nove nejasnosti in spremembo šele eno leto veljavnih predpisov in ponovno potrebo po usklajevanju temeljnih aktov družb in vzajemnih skladov.<sup>21</sup> Ali bodo ta vprašanja razrešena v popolnoma novem zakonu ZISDU-2, ki se nam menda obeta v bližnji prihodnosti, ni znano.

#### **4.5. Predviden razvoj slovenskega trga kapitala in vzajemnih skladov**

Slovenski kapitalski trg in posledično trg vzajemnih skladov se je začel razvijati z uvedbo nove zakonodaje. Nižanje obrestnih mer in spremembe davčne zakonodaje so odpravile favoriziran položaj bančnih vlog kot instrumentov varčevanja. Glavni korak naprej bo predstavljala radikalna pokojninska reforma v smislu manjše socialne varnosti posameznika, če bo do nje kdaj prišlo, medtem ko omejujoči dejavniki slovenske zakonodaje, ki smo jih podrobneje analizirali v tem poglavju, še vedno ostajajo. Pojavljajo se tudi v novih oblikah in funkcijah, čeprav je skozi zadnje spremembe in dopolnitve zakonodaje na področju vzajemnih skladov in trga vrednostnih papirjev čutiti, da se celotna zakonodaja nagiba k večji preprostosti poslovanja, izenačevanju pogojev za vse ponudnike in k pomembni manjši količini dokumentiranega poročanja zgolj za statistične namene, obenem pa naj bi se povečal nadzor poslovanja na mestu izvajanja storitev samih, to je v družbah za upravljanje, s povečanim poudarkom na regulaciji in kontroli procesov, predvsem tistih, ki se nanašajo na obvladovanje tveganj.

V kolikšni meri bo slovenski kapital začel odtekati v tujino, je vprašanje političnih razmer v letu 2005, ki bodo pogojile legislativni davčni pritisk na vlagatelje, obenem pa je vprašanje, kako bodo odprle pot tujim ponudnikom varčevalnih produktov. Preprostost registracijskih postopkov in enotna merila za trženje vzajemnih skladov so prav gotovo

---

<sup>21</sup> To so npr. predpisi o načinu izračunavanja celotnih stroškov vzajemnega sklada, načinu obračunavanja prodanih in odkupljenih enot premoženja ter nenazadnje določila v zvezi z upravljanjem premoženja dobro poučenih vlagateljev. V problematiko dobro poučenih vlagateljev se na tem mestu ne bomo spuščali, ker je preobsežna. Omenimo le, da je še bolj težavna od vprašanj, ki smo se jih dotaknili do sedaj, novi predpisi pa jo na določenih mestih le še zaostrejejo – npr. pri opredelitvi dobro poučenega vlagatelja.

merila, ki jih bodo tuji ponudniki upoštevali pri odločitvi za vstop na trg. Ali je to nujno dobro za slovenski trg kapitala, je drugo vprašanje, saj se vprašamo, koliko sredstev, ki se trenutno nahajajo v nacionalni stanovanjski varčevalni shemi, v depozitih (po možnosti deviznih), v programih življenjskega zavarovanja, poganja slovenski kapitalski trg. Če teh sredstev ne bo več v rokah slovenskih upravljavcev je tudi vprašanje, kdo bo (še naprej) poganjal slovenski kapitalski trg.

V četrtem poglavju smo podrobneje analizirali slovenski trg vzajemnih skladov z vidika primerjave z razvitimi trgi, kjer smo pokazali, da je slovenski trg še vedno v začetnih fazah razvoja, in z vidika zakonodajne ureditve, ki smo jo tudi kritično presodili z vidika udeležencev trga – družb za upravljanje in vlagateljev.

## **5. UPRAVLJANJE S TVEGANJI V VZAJEMNIH SKLADIH**

V nadaljevanju magistrskega dela se bomo osredotočili na zelo pomemben vidik poslovanja vzajemnih skladov, to je obvladovanje tveganj poslovanja. Le-ta vplivajo na donosnost sklada, varnost njegovih naložb in tveganje vlagateljev, ki vlagajo svoje premoženje v sklad. Najprej bomo proučili splošna načela obvladovanja tveganj v finančnih institucijah, nato se bomo osredotočili na družbe za upravljanje in vzajemne sklade, predvsem na podlagi metod, opisanih v strokovni literaturi in veljavnih predpisih.

### **5.1. Splošno o upravljanju s tveganji v finančnih institucijah**

Namen upravljanja s finančnimi instrumenti in namen storitev, povezanih s finančnimi instrumenti, je predvsem ponudba višjega donosa vlagatelju, ki se za tovrstne instrumente odloči, vendar pri tem nase prevzema določena tveganja. Med njimi so tveganje spremembe obrestne mere, tržno tveganje, ki se nanaša na tveganje spremembe tržne cene vrednostnega papirja ali investicijske dobrine, kreditno tveganje, ki se nanaša na tveganje kreditne sposobnosti izdajatelja vrednostnega papirja poplačati dolg iz tega naslova, tveganje, povezano z izvenbilančnim poslovanjem, ki se pojavlja predvsem pri

bankah in zavarovalnicah v zvezi z izločenim premoženjem in obveznostmi, tehnološko in operativno tveganje v zvezi s sodobnimi tehnologijami, ki jih danes uporabljamo v finančni industriji, tveganje spremembe deviznega tečaja za instrumente v tujih valutah, deželno tveganje, ki se nanaša na naložbe v tuje države, obsega pa med drugim tudi nepredvidljivo politično komponento, likvidnostno tveganje in tveganje plačilne nesposobnosti, kot jih navajata Saunders in Millon Cornettova (2003, str. 138).

Santomero (1997, str. 8) razvršča tveganja v šest glavnih skupin: sistematsko ali tržno tveganje, kreditno tveganje, tveganje nasprotne stranke, likvidnostno tveganje, operativno tveganje in tveganje pravne narave. Morony in Morath (2002, str. 69) posebej opozarjata na fiduciarno tveganje, ki se nanaša na tveganje v zvezi z uporabo finančnega posrednika. Razčlenita ga na tržno, kreditno, likvidnostno ter korporativno tveganje. Slednjega sestavljajo tveganje ugleda, zaposlenih, tveganje neupoštevanja predpisov, tveganje izbire poslovnih partnerjev (predvsem borznih posrednikov), tveganje cenovne politike in tveganje nadaljevanja poslovanja. Vsa ta tveganja tudi vplivajo eden na drugega in je zato njihovo uravnavanje toliko bolj pomembno.

Uravnavanje tveganj v finančnih institucijah se je razvilo od preprostega zavarovanja pred znanimi tveganji (angl. *hedging*) do discipline, ki se osredotoča na kompleksno ekonometrično in finančno modeliranje v razmerah negotovosti (Adam, 2002, str. 2; Smith, 1995, str. 3). Baselska komisija je leta 2001 opredelila upravljanje s tveganji v finančnih institucijah kot štiristopenjski proces:

1. identifikacija dejavnikov tveganja in njihova razvrstitev v eno od naslednjih kategorij: tržno, kreditno, opcijsko in drugo tveganje; vsaka od kategorij obsega nekaj podkategorij;
2. ocena vpliva dejavnika tveganja z uporabo empiričnih podatkov in ekonometričnih modelov;
3. merjenje in poročanje o tveganjih v rednih časovnih presledkih;
4. nadzor nad tveganji s strani najvišjih poslovodnih delavcev.

Med trendi, ki so oblikovali prakso obvladovanja tveganja v zadnjih nekaj desetletjih, je bila deregulacija eden najpomembnejših. Vplivala je na povečano globalizacijo finančnih

storitev, omogočila je pospešeno rast novih podjetij, kot je bil Enron, povečala pa so se tudi tveganja v zvezi z uvajanjem novih storitev, ko so banke začele ponujati zavarovalniške produkte, zavarovalnice pa so začele ponujati izvedene finančne instrumente, instrumente denarnega trga in kreditne instrumente (Alexander, 2004, str. 3). Obseg trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti na prostem trgu je presegel vse trgovanje na drugih trgih, vendar se je kapitalizacija instrumentov, ki so podlaga derivativov, znižala, kar je številne imetnike in izdajatelje postavilo v težaven finančni položaj (Figlewski, 1994, str. 2). Razmah izvedenih finančnih instrumentov v osemdesetih letih je bil v veliki meri posledica treh dejavnikov (Shirreff, 2004, str. 12): tehnološka podpora za kompleksne modele izračunavanja cen, pojav instrumenta zamenjave (angl. *swap*) ter razvoj trga finančnih pogodb (angl. *financial futures*).

Posledica takih razmer je bila ponovno povečana regulacija finančnega trga, predvsem kar zadeva predpise o kapitalski ustreznosti. V prvi fazi je leta 1988 prvi baselski sporazum uvedel kapitalsko ustreznost za zavarovanje tveganj, ki izhajajo iz bilančnih postavk<sup>22</sup>. Dopolnitev Basel 1 je pokrila tržna tveganja izhajajoča iz postavk trgovalnih knjig, Basel 2, ki naj bi ga skupina G10 uvedla do leta 2007, pa naj bi z zahtevami po kapitalski ustreznosti pokrili tudi operativna tveganja. Uspešnost baselskih direktiv in drugih regulatornih predpisov, ki veljajo na ravni posamezne države oz. bančnega sistema, je razvidna iz rezultatov raziskav upravljanja s tveganji v bančnem sektorju (npr. Lehar, 2003), ki potrjujejo učinkovitost uravnavanja s tveganji in pri povečani kapitalski ustreznosti. Tako so večje banke, merjeno po bilančni vsoti, bolj stabilne, ne samo pri soočanju z omenjenimi portfeljskimi tveganji, ampak tudi pri obvladovanju sistematičnega tveganja. Baselski sporazumi se predvsem nanašajo na upravljanje s tveganji v bankah, vendar so njihove predpise povzele tudi direktive, ki se nanašajo na investicijske sklade in družbe za upravljanje, ki smo jih predstavili v prejšnjih poglavjih.

Regulacija finančnega trga naj bi tudi odpravljala asimetrije v informacijah, ki se pojavljajo med različnimi udeleženci kompleksnega finančnega trga. Vprašanje je, ali je trg sam po

---

<sup>22</sup> Pri tem avtorji opozarjajo na nepopolnost baselskih direktiv (Walder, 2003, str. 2), ki že pri uravnavanju obrestnih in kreditnih tveganj ne upoštevajo njihovega medsebojnega negativno koreliranega učinka diverzifikacije, ampak narekujejo navadno aritmetično seštevanje obeh vplivov na bančno bilanco.

sebi sposoben razviti mehanizme doseganja ravnotežja pri asimetričnih informacijah in ali je treba regulativo zmanjšati pod mejo, ko je preprečen razvoj tovrstnih mehanizmov in institucij, ki bi lahko v takem liberalnem okolju pripomogle k učinkovitosti trga (Booth, 2003, str. 2). Nasprotujoče mnenje v zvezi s stopnjo reguliranosti podaja Lel (2003, str. 14), ki ugotavlja, da v bolj reguliranih okoljih, ki nadzorujejo t. i. problem agenta, ki ga podrobneje omenjamo v nadaljevanju, finančne institucije v večji meri uporabljajo instrumente in strategije obvladovanja tveganj.

Draghi, Giavazzi in Merton (2003, str. 3) pa po drugi strani ugotavljajo, da regulatorji ne razlikujejo med tveganji, ki jih institucije lahko ugotavljajo, merijo in uravnavajo, in tistimi, ki jih ni mogoče opaziti in ki so navadno začetni indikatorji finančnih kriz. Delovanje regulatorjev bi moralo biti usmerjeno tudi k odkrivanju nenamerne, slučajne akumulacije tveganih elementov pri posameznikih ali finančnih institucijah, ki teh elementov ne prepoznavajo in ne uravnavajo, kar se zgodi npr. pri implicitnih garancijah, ki jih vladni organi podeljujejo bankam in drugim finančnim organizacijam, te pa nezavedno povečujejo tveganje svojih bilančnih postavk, zaslepljene s pridobljenim garantiranim kapitalom. Avtorji poudarjajo v teh primerih pomen uporabe derivativov, *swap* pogodb in drugih pogodbenih finančnih instrumentov.

Vendar pa v današnji zakonodaji poleg liberalizacije uporabe tovrstnih izvedenih finančnih instrumentov zasledimo tudi močno težnjo po njihovem reguliranju. Eden od udeležencev finančnega trga, ki je diametralno nasprotje tem težnjam, so t.i. *hedge* skladi. Obseg premoženja v upravljanju v investicijskih skladih je v letu 2001 dosegel v ZDA 500 milijard USD. Upravitelji *hedge* skladov krmarijo skozi finančni sistem z ravno nasprotno idejo, kot jo obravnavamo v tem poglavju, saj je zanje upravljanje s tveganji drugotnega pomena za ustvarjanjem dobička, zato tudi vidijo regulativo s strani države in njenih institucij kot oviro pri doseganju svojega cilja (Lo, 2001, str. 1). Vendar pa se pri svojem delu srečujejo s tveganji, ki so pri drugih finančnih institucijah drugotnega pomena. To so

za *hedge* sklade predvsem likvidnostno tveganje, tveganje nepričakovanih dogodkov ter operativno in politično tveganje<sup>23</sup>.

Poleg omenjenih tveganj, s katerimi se srečujejo finančne institucije, so vzajemni skladi tipičen primer finančnega posrednika, pri katerem se pojavi problem agenta. Vlagatelji želijo za svoje premoženje maksimirati pričakovano donosnost ob sprejemljivem tveganju, medtem ko je cilj upraviteljev predvsem maksimirati dobiček družbe za upravljanje, zato ni nujno, da bodo delovali v najboljšem interesu vlagateljev. Chevalier in Glenn (1997, str. 2) sta analizirala prитоke in odtokе vzajemnih skladov v povezavi z uspešnostjo družb za upravljanje in ugotovila, da obstaja pozitivna povezava med obema ciljema, ki z večjimi dobički nagraduje družbe za upravljanje, ki sledijo cilju svojih vlagateljev in ne neposredno svojemu cilju.

V nadaljevanju bomo podrobneje analizirali zakonske določbe in prakso upravljanja s tveganji v družbah za upravljanje in vzajemnih skladih.

## **5.2. Upravljanje z operativnimi tveganji v finančnih institucijah**

Pri finančnih posrednikih je treba poleg klasičnih finančnih tveganj, ki se nanašajo na tveganje spremembe vrednosti portfelja, v katerega finančna institucija vlaga premoženja svojih strank, uravnnavati tudi operativna tveganja, ki so jim izpostavljeni vlagatelji, ki se odločijo za vlaganje v finančne instrumente. Družba za upravljanje je pri svoji dejavnosti tako bolj izpostavljena operativnim tveganjem, medtem ko je premoženje investicijskega sklada bolj izpostavljeno finančnim tveganjem, ki smo jih opisali v prejšnjem podpoglavju.

Bartram (2000, str. 48) ugotavlja, da je obvladovanje tveganj na ravni institucije bolj učinkovito v primerjavi z obvladovanjem tveganja na ravni posameznika, in sicer zaradi

---

<sup>23</sup> Uveljavljen instrument obvladovanja tveganja pri finančnih instrumentih ostaja metoda RiskMetrics, ki so jo leta 1990 izdelali pri družbi J. P. Morgan, njen poglavitni kazalec pa je Value-at-Risk (VaR), ki predstavlja obseg premoženja, ki je podvržen tveganju sprememb razmer na trgu, izračunanih s pomočjo statističnega verjetnostnega modela porazdelitve tržnih donosov. S pomočjo omenjenega modela je mogoče meriti tudi tveganje nelikvidnosti in druga tveganja v družbi (Duffie, Jun, 1997, str. 2; Alexander, 2004, str. 9).



znanih nepopolnosti trga, agentskih in posredniških stroškov, davkov in naraščajočih stroškov zunanjega financiranja. Obenem obvladovanje tveganj na ravni finančnih (in sicer gospodarskih) družb povečuje vrednost podjetja tudi za njegove lastnike.

Prvi poskus vključitve in ovrednotenja operativnih tveganj v izračun celotnega tveganja finančne institucije in zavarovanja pred temi dejavniki z vidika kapitalne ustreznosti je bil vključen v 2. baselskem sporazumu, ki ga bodo države članice skupine G10 in mnoge druge sprejele do leta 2007 (Alexander, 2004, str. 3). Za potrebe družb za upravljanje tovrstna merila ne pridejo v poštev, saj je poslovanje družb za upravljanje dokaj specifično, regulativni mehanizmi poslovanja pa so po mnenju evropskih in lokalnih oblasti dovolj strogi, da lahko zadostijo merilu ustreznosti s svojimi lastnimi merili. V ta namen je večina regulatorjev držav članic v skladu z UCITS izdelala svoja merila za izračun kapitalne ustreznosti, ki navadno sestoji iz fiksnega minimalnega obsega kapitala in variabilnega merila povečanja kapitala v povezavi z obsegom sredstev v upravljanju.

Kot smo že omenili, je koncept notranjih kontrol je finančnim posrednikom vse prej kot neznan. Večina ima že sama po sebi oddelke notranje kontrole, ki so organizacijsko neodvisni od poslovnih in zalednih sektorjev in navadno podrejeni neposredno upravi, znano pa je, da je bilo v preteklosti sodelovanje med poslovnim delom in tovrstnimi oddelki vse prej kot samoumevno in pozitivno. Spira in Page (2003, str. 2) ugotavljata, da se ta vloga v sodobnem času močno spreminja. Notranja kontrola in notranja revizija postaja organ, ki je vključen ne samo v nadzor, ampak tudi v svetovanje in izvajanje ukrepov za zmanjševanje tveganja. Tudi področje nadzora notranjih revizorjev in kontrolorjev se spreminja od varstva interesov lastnikov in njihovega varovanja pred finančnimi tveganji in prevarami podjetja vse bolj proti varovanju celotne družbe in njenega poslovanja, torej tudi kupcev in zaposlenih, z razširitvijo področja nadzora od zgolj finančnih tveganj tudi na področje operativnih tveganj, ki jim je družba izpostavljena.

Baselska komisija definira operativno tveganje kot tveganje izgube zaradi neprimernih ali nedelujočih notranjih procesov, ljudi in sistemov ali zaradi zunanjih dejavnikov (Van Gruening, Bratanovic, 2003, str. 117). Shimpi (2001, str. 4) omenja tveganja, izvirajoča iz

napak zaposlenih, fizičnega poškodovanja in uničenja opreme ali drugega premoženja družbe, tveganja tožb, kaznivih dejanj s strani zunanjih ali notranjih oseb in tveganja izgube podatkov. Dodamo lahko še tveganje tehnologije, ki je v današnjem poslovanju finančnih institucij nedvomno ključen dejavnik uspešnosti in obenem tveganja.

Pomembno je ugotavljati procesna in druga operativna tveganja po posameznih procesih, ki so v poslovanju finančnih institucij precej različni, med njimi npr. poslovanje s strankami, upravljanje s premoženjem, spremljava poslovanja in vodenje evidenc itd. Ko za vsakega od procesov identificiramo tveganja, jih je treba ovrednotiti in redno spremljati. Zadnji korak je najbolj učinkovit, če je vključen v redni proces poročanja višjim ravnam managementa v družbi, posebej v povezavi s tveganju prilagojenimi merili ocenjevanja uspešnosti poslovanja posameznih oddelkov in celotnega podjetja (Van Gruening, Bratanovic, 2003, str. 214).

Kot smo že omenili, se za modeliranje operativnega tveganja lahko uporabljajo tudi modeli za finančno tveganje, kot je RiskMetrics. Primer uporabe VaR kazalcev za merjenje operativnega tveganja in identifikacijo najpomembnejših dejavnikov tveganja je izdelava modela v eni izmed züriških bank (Ebnöther, 2001, str. 12). Modeliranje se začne z dobro definiranimi standardnimi in stabilnimi procesi, ki jih želimo nadzorovati in katerih operativno tveganje želimo meriti, pri čemer se osredotočimo na jedrne proizvodne procese in pustimo ob strani spremljevalne in upravljaljske (management) procese. Proizvodne procese razvrstimo po pomembnosti in identificiramo nekaj najpomembnejših, ki jih želimo analizirati. Analiza poteka s pomočjo strukturiranih vprašalnikov, s katerimi pridobimo podatke o poteku procesa in njegovih šibkih točkah. Operativna tveganja so tako definirana kot dejavniki, ki jih lahko ovrednotimo in predstavimo z usmerjenim grafom in ki presegajo mejne vrednosti (angl. *threshold value*). Pri modeliranju teh procesov je izrednega pomena prisotnost dejanskih podatkov, saj lahko simuliranje manjkajočih podatkov povzroči močne anomalije v rezultatih, in preverba občutljivosti modela (angl. *sensitivity analysis*), s katero izločimo nagnjenost k določenim rezultatom. S stohastičnima modeloma simuliramo čas nastopa tveganega dogodka, ki povzroči motnje v sistemu in morebitno izgubo ter obseg škode oz. višino izgube za podjetje. Modeliran proces ocenimo s postopki RiskMetrics modela in

določimo VaR za vsakega od ključnih procesov. Izločitev le najpomembnejših procesov precej zmanjša stroške pridobivanja informacij in izdelavo modelov, saj VaR, pridobljen na podlagi desetih odstotkov procesov predstavlja 95 - 98 % celotnega VaR družbe. Na podlagi rezultatov lahko ocenimo morebitno škodo za družbo in najvplivnejše dejavnike tveganja. V primeru omenjene züriške banke sta to bili tveganje goljufije zaposlenih oz. strank in tveganje tehnološkega in procesnega sistemskega kolapsa.

Kljub učinkovitosti tovrstnih modelov pa je v marsikaterem podjetju, ki je izpostavljeno različnim oblikam tveganja, med katerimi je tehnološka odvisnost eden najpomembnejših dejavnikov tveganja, njihova uporaba še v povojih (Raz, Shenhar, Dvir, 2002, str. 3).

Zadnji izmed omenjenih mehanizmov obvladovanja tveganja, ki bi lahko veljal za ex-post instrument obvladovanja tveganja v primeru, da se dogodek, proti kateremu se je družba poskušala zavarovati, vseeno zgodi, je oblikovanje rezervacij za morebitne izgube in škode v povezavi z omenjenimi finančnimi in operativnimi tveganji. Žal je zavarovalni trg za področje operativnih tveganj finančnih posrednikov še vedno nerazvit in ne pokriva potrebe finančnih družb po tovrstnem zavarovanju, kar je že Baselska komisija zapisala v sporazumu.

### **5.3. Upravljanje s tveganji v vzajemnih skladih in družbah za upravljanje v Sloveniji**

Poglavitna določila evropskih direktiv za vzajemne sklade smo pojasnili v poglavju 3.1. V njih smo opisali omejitve naložb in nekatera druga določila, ki uravnavajo poslovanje vzajemnih skladov, da bi se zmanjšalo njihovo tveganje. V poglavju 3.4. smo opisali regulatorne organe in določbe nekaterih evropskih držav, v nadaljevanju pa bomo analizirali okvire poslovanja slovenskih vzajemnih skladov in družb za upravljanje.

### 5.3.1. Omejitve naložbene politike skladov

ZISDU-1 predpisuje določena splošna načela obvladovanja tveganja, ki naj bi jih izvajale družbe za upravljanje. V 60. členu predpisuje zahtevo ločitve premoženja investicijskega sklada od premoženja družbe za upravljanje in od premoženja skrbnika. Za premoženje sklada v obliki vrednostnih papirjev zahteva, da družba za upravljanje in skrbnik po sklenitvi pogodbe s klirinško-depotno družbo odpreta račune nematerializiranih vrednostnih papirjev za vsak vzajemni sklad, ki ga družba upravlja, kjer bodo vknjiženi samo vrednostni papirji, ki so bili pridobljeni za račun vzajemnih skladov. Premoženje posameznega vzajemnega sklada mora biti vodeno na ločenih skrbniških (pod)računih, ločeno od premoženja drugega vzajemnega sklada. Družba za upravljanje mora naročila za nakup oziroma prodajo vrednostnih papirjev dati ločeno za posamezen investicijski sklad, ki ga upravlja. Za vnos in izvršitev nalogov v zvezi z razpolaganjem z vrednostnimi papirji za račun posameznega investicijskega sklada je pooblaščen samo skrbnik, družba za upravljanje pa ima pravico vpogleda v stanje in promet na skrbniških (pod)računih.

Podobna delitev je določena v 62. členu zakona v zvezi z ločitvijo drugega premoženja vzajemnega sklada od premoženja družbe za upravljanje, tako za bančne denarne depozite kot tudi za druge oblike likvidnih finančnih naložb, ki niso vrednostni papirji.

Družba za upravljanje mora za vsak investicijski sklad, ki ga upravlja, odpreti poseben denarni račun, prek katerega se sprejemajo vplačila investicijskih kuponov in opravljajo izplačila odkupljenih investicijskih kuponov ter denarne transakcije v zvezi s posli, ki jih je družba za upravljanje sklenila za račun posameznega investicijskega sklada. Tak denarni račun je navadno odprt pri skrbniku, če je skrbnik investicijskega sklada banka skrbnica, sicer se račun odpre pri banki, ki je pooblaščen za opravljanje storitev plačilnega prometa. Vsi nalogi za razpolaganje z denarnimi sredstvi vzajemnega sklada morajo biti posredovani v odobritev skrbniku, ki ne sme izvršiti naloga družbe za upravljanje za izplačilo v breme posebnega denarnega računa, če bi bilo tako izplačilo v nasprotju z zakonom in pravili vzajemnega sklada oziroma statutom investicijske družbe.

V 65. členu ZISDU-1 je določeno, da mora družba za upravljanje pri upravljanju z naložbami posameznega investicijskega sklada uporabljati tehnike in orodja, namenjena upravljanju s tveganji oziroma obvladovanju tveganj, ki v vsakem času omogočajo nadzor in merjenje tveganj, ki izhajajo iz posameznih izpostavljenosti investicijskega sklada, in vpliva teh tveganj k celotni tveganosti naložb investicijskega sklada. V ta namen mora družba izdelati načrt, v katerem določi metode za ugotavljanje in merjenje tveganj, ukrepe za obvladovanje tveganj, postopke za izvajanje teh ukrepov in postopke za spremljanje izvajanja ukrepov za obvladovanje tveganj. Pri tem zakon posebej poudarja obvladovanje tveganj, ki izhajajo iz izvedenih finančnih instrumentov.

Medtem ko zakonodaja omejuje uporabo derivativov v portfelju investicijskih skladov, finančni teoretiki raziskujejo navade upravljavcev skladov in ugotavljajo, da izvedeni finančni instrumenti zmanjšujejo negativne tržne vplive, zaradi katerih se lahko poveča tveganost nalaganja v sklade, kar pomeni, da upravljavci po tovrstnih instrumentih posegajo večinoma z namenom obvladovanja nepredvidenih dogodkov na trgu na področju denarnih tokov sklada in ne z namenom povečanja donosnosti, kar pa ni skladno z uveljavljenimi sistemi nagrajevanja, ki temelji na upravljavčevem preseganju zastavljenih ciljev (npr. ciljne letne donosnosti) s sprejemanjem večjih tveganj pri nalaganju (Lynch Koski, Pontiff, 1999, str. 3). Obenem Stulz (1996, str. 9) ugotavlja, da finančni posredniki precej manj posegajo po izvedenih finančnih instrumentih, kot to predvideva finančna teorija in se bolj poslužujejo selektivnega *hedginga*, saj so sami pripravljene nositi nek del tveganja zaradi primerjalnih prednosti s konkurenco in izkoriščanja pozitivnih učinkov nepredvidenih dogodkov, kar avtor poimenuje nakup močno *out-of-the-money* put opcij.

V skladu z določbami ZISDU-1 mora vzajemni sklad, ki ni ustanovljen kot indeksni sklad, sklad skladov ali sklad denarnega trga, za katere veljajo posebne določbe, upoštevati vrsto omejitev naložbene politike, ki jih obravnava predvsem poglavje 4.3. ZISDU-1.

Kot smo že omenili v poglavju 4.4., je lahko premoženje vzajemnega sklada sestavljeno iz osmih skupin vrst naložb. Podrobnejše omejitve nalaganja v te vrste naložb so določene v

68. - 71. členu ZISDU-1. Tako je najsplošnejša omejitev izpostavljenosti vzajemnega sklada do posamezne osebe določena kot:

- naložbe v vrednostne papirje posameznega vlagatelja ne smejo presegati 5 % sredstev,
- naložbe v depozite pri posamezni kreditni ustanovi ne smejo presegati 20 % sredstev,
- naložbe v izvedene finančne instrumente ne smejo presegati 5 % sredstev oziroma 10 % sredstev, če je izdajatelj priznana kreditna institucija.

Če pravila upravljanja to določijo, lahko vzajemni sklad presega omenjena določila, in sicer do naslednjih omejitev:

- naložbe v vrednostne papirje ali instrumente denarnega trga posameznega vlagatelja ne smejo presegati 10 % sredstev sklada, razen za naložbe v vrednostne papirje Republike Slovenije in drugih skupnosti<sup>24</sup>, kjer je omejitev 35-odstotna,
- skupna izpostavljenost v naložbe posameznega vlagatelja ne sme presegati 40 % sredstev sklada, razen za naložbe v vrednostne papirje Republike Slovenije in drugih skupnosti ter za depozite in transakcije z izvedenimi finančnimi instrumenti, sklenjene na trgu institucionalnih vlagateljev s finančnimi institucijami, ki so predmet nadzora,
- naložbe v izvedene finančne instrumente ne smejo presegati 10 % sredstev sklada, če se z njimi trguje na trgu institucionalnih vlagateljev,
- skupna izpostavljenost do posamezne osebe ne sme presegati 20 % sredstev sklada, upoštevajoč naložbe v vrednostnih papirjih ali instrumentov denarnega trga, izdanih s strani posamezne osebe, depozitov pri tej posamezni osebi in izvedenih finančnih instrumentov.

Te omejitve se med seboj ne smejo kombinirati. Izjeme veljajo za preseganje omejitev, ki jih izrecno odobri agencija, in za indeksne sklade. Izjema velja tudi za sklade, ki vlagajo 100 % sredstev v instrumente Republike Slovenije in drugih skupnosti, pod pogojem da

---

<sup>24</sup> Republika Slovenija ali njena lokalna, regionalna skupnost, posamezna država članica Evropske unije ali njena lokalna, regionalna skupnost, tuja država ali posamezna javna mednarodna organizacija, ki ji pripada ena ali več držav članic (v nadaljevanju: Republika Slovenija in druge skupnosti).

gre za najmanj šest naložb, od katerih je lahko v posamezni vrsti instrumenta vloženih največ 30 % sredstev sklada, v posamezni vrsti obveznic pa največ 25 % sredstev sklada. Vsa odstopanja od teh pravil morajo biti jasno zapisana v pravilih upravljanja, prospektu in promocijski literaturi sklada.

Vzajemni sklad ne sme imeti pomembnejšega vpliva na upravljanje izdajatelja vrednostnih papirjev, zato ne sme imeti več kot 20 odstotkov vseh glasovalnih pravic ali udeležbe v kapitalu izdajatelja, pri čemer lahko sklad skupno pridobi največ 10 % vseh delnic posameznega izdajatelja brez glasovalne pravice, takšen delež dolžniških vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja, katerih nominalna vrednost ne presega 10 % skupne nominalne vrednosti vseh izdanih vrednostnih papirjev tega izdajatelja, takšen delež instrumentov denarnega trga posameznega izdajatelja, katerih nominalna vrednost ne presega 10 % skupne nominalne vrednosti vseh izdanih, še nezapadlih instrumentov denarnega trga tega izdajatelja in največ 25 % enot v obtoku posameznega UCITS vzajemnega sklada. Te določbe ne veljajo za tržne vrednostne papirje in instrumente denarnega trga, katerih izdajatelj je oziroma za katere jamči Republika Slovenija ali druge skupnosti.

V smislu omejevanja naložbene politike so tudi določbe 78. - 81. člen ZISDU-1, ki obravnavajo zadolževanje, posojanje, zastavo premoženja in nekrite nakupe vrednostnih papirjev sklada. Tako se vzajemni sklad ne sme zadolževati. Pri tem veljata dve izjemi: za pridobivanje posojil kot tehnike upravljanja s tečajnim tveganjem, če je za zavarovanje tega posojila investicijski sklad dal posojilodajalcu posojilo v enaki protivrednosti v drugi (domači) valuti in za začasno oziroma kratkoročno zadolžitev z dospelostjo do 6 mesecev. Družba za upravljanje za račun investicijskega sklada ne sme izdajati poroštev oziroma drugih oblik jamstev tretjim osebam. Ravno tako so prepovedane nekrite prodaje vrednostnih papirjev (angl. *short* posli). Premoženja vzajemnega sklada ni dovoljeno zastaviti, razen za vračilo posojila, ki je bilo sklenjeno kot tehnika upravljanja s tečajnim tveganjem.

Načrti za obvladovanje tveganja skladov so sicer v domeni posamezne družbe za upravljanje, vendar so subjekt nadzora s strani agencije. Dostopni morajo biti na sedežu družbe za upravljanje, njihovo izpolnjevanje pa je predmet revizije.

### 5.3.2. Vloga skrbnika

UCITS direktiva vpeljuje pojem skrbnika vzajemnega sklada, ki naj bi igral vlogo vmesnega nadzornega člana med družbo za upravljanje in vzajemnim skladom na eni strani in vlagatelji na drugi. Po ZISDU-1 mora družba za upravljanje za račun vzajemnih skladov, ki jih upravlja, s skrbnikom skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev. Posamezen sklad ima lahko le enega skrbnika njegovega premoženja. Poglavitne naloge skrbnika so:

- vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev in hrambe (materializiranih) vrednostnih papirjev,
- vodenje posebnega denarnega računa,
- zagotavljanje, da se v breme tega računa opravljajo samo izplačila, ki jih je po zakonu in pravilih vzajemnega sklada dovoljeno opraviti v breme premoženja sklada,
- zagotavljanje pravočasne izpolnitve obveznosti iz poslov, sklenjenih za račun vzajemnega sklada pravočasne izterjave terjatev iz takšnih poslov,
- zagotavljanje pravilnosti izračuna čiste vrednosti sredstev,
- zagotavljanje pravilnosti obračuna upravljalvske provizije.

Poleg teh storitev mora skrbnik tudi:

- zagotavljati pravilnost prodaje in odkupa enot premoženja vzajemnega sklada v skladu z zakonom in pravili upravljanja,
- zagotoviti pravilnosti izračuna vrednosti enote premoženja sklada,
- zagotoviti pravilnost uporabe prihodka vzajemnega sklada,
- zagotoviti pravilnosti izračuna stroškov sklada in imetnika enote vzajemnega sklada,



obenem pa velja za skrbnika in z njim povezane osebe prepoved sklepanja poslov nakupa in prodaje naložb sklada ter pridobivanja investicijskih kuponov sklada, za katerega skrbnik opravlja skrbniške storitve.

Poglaviten namen instituta skrbnika je zagotavljati pravilnost upravljanja vzajemnega sklada in tako obvarovati vlagatelje vzajemnega sklada, hkrati pa igrati vlogo prvostopenjskega nadzornika ter vmesnika med družbo za upravljanje in agencijo, v smislu sporočanja nepravilnosti, ki jih skrbnik odkrije pri upravljanju vzajemnega sklada s strani družbe za upravljanje (56a. člen ZISDU-1). Če je za vlagatelje to dobrodošel dodatni varovalni mehanizem, je to za obstoječe družbe za upravljanje precejšnja sprememba poslovanja, ki so se ji družbe za upravljanje v postopku javne obravnave zakona močno upirale, vendar je bila zaradi usklajenosti z evropsko direktivo nujna. Seveda je obseg poseganja v ustaljeno poslovno prakso družbe za upravljanje odvisen od posameznega skrbnika in od (bodočih) predpisov agencije, saj npr. ne določa, kako naj skrbnik preverja pravilnost izračunov čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja. Večina skrbniških bank se je odločila za sprotno dnevno spremljanje transakcij sklada in vzporedno preverjanje omenjenih izračunov. Pojavi se tudi vprašanje, kako zagotoviti pravilnost prodaje in odkupa enot premoženja vzajemnega sklada, ne da bi skrbnik posegel v podatke o imetnikih kuponov, ki so dobro varovana poslovna skrivnost posamezne družbe za upravljanje.

Seveda se v povezavi s poslovanjem s skrbnikom pojavijo strateška vprašanja, na kakšni ravni in kako naj družba za upravljanje posluje s skrbnikom. Njegova vloga je za varstvo vlagateljev precej pomembna, skrbnik sam pa ne želi prevzemati vse odgovornosti za nadzor nad pravilnostjo poslovanja družbe za upravljanje, kar je prva naloga agencije. Poleg tega se pri družbi za upravljanje pojavi vprašanje, kakšno bo to sodelovanje: ali naj posluje s skrbnikom kot dobrim poslovnim partnerjem, notranjim kontrolorjem, ki bo pomagal vzpostaviti in izvajati kontrolne mehanizme za varno in skrbno poslovanje, ali naj nanj gleda kot na antagonistu v poslovanju družbe, ki išče napake, zato da bo njegovo poslanstvo izpolnjeno?

Koncept notranjih kontrol družbam za upravljanje ni neznan, o čemer bomo bolj natančno govorili v podpoglavju 6.3.1. Vendar pa udejanjanje tega koncepta v fizični pojavi pravne osebe zunaj okvirov družbe za upravljanje, na čigar poslovanje družba niti z najvišjih organizacijskih nivojev nima vpliva, povečuje njegovo pomembnost za družbo in njen naravni odpor do takega sodelovanja. Zato se lahko pojavijo preračunljivo kontroverzne ideje o tem, da je bolje imeti slabega skrbnika, ki ne bo izvajal strogega nadzora in ne bo sposoben odkrivati nepravilnosti v poslovanju družbe. Dobro poznavanje poslovnega partnerja, kar bi skrbnik nedvomno moral biti, je v tem primeru še toliko bolj pomembno, kakor tudi načrtovanje jasnih pravil medsebojnega sodelovanja, predvsem dostopa do podatkov in nadzora nad procesi.

### 5.3.3. Poročanje in obveščanje javnosti

Kot eden od načinov obvladovanja tveganja v smislu ohranjanja preglednosti in javnosti poslovanja, kot ga določa evropska direktiva, je v tudi slovenski zakonodajo predpisano obsežno razkrivanje podatkov o poslovanju sklada. S tem naj bi se ohranil enakovreden položaj vseh vlagateljev in naj bi se onemogočilo družbi za upravljanje manipulirati s premoženjem vzajemnega sklada v nasprotju z določili pravil upravljanja in zakona, kar bi povečalo tveganje, ki ga prevzemajo posamezni imetniki sklada.

Družba za upravljanje mora agenciji poročati ter javno objaviti podatke o finančnem in pravnem položaju ter o poslovanju investicijskih skladov, ki jih upravlja, in sicer tako, da javno objavi prospekt in izvleček prospekta, revidirano letno poročilo in polletno poročilo investicijskega sklada in povzetek teh poročil, družba mora redno javno objavljati podatke o vseh poslovnih dogodkih, ki bi lahko pomembneje vplivali na ceno investicijskih kuponov vzajemnega sklada, objavljati mora podatke o vrsti in sestavi naložb investicijskega sklada, o vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, o gibanju vrednosti enote premoženja, o nakupni in prodajni vrednosti enote premoženja, o številu enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku in o zamenjavi skrbnika. Omenjene javne objave morajo biti objavljene v dnevniku, ki izhaja na celotnem območju Republike Slovenije.

Letno poročilo vzajemnega sklada mora pregledati revizor tako, kot velja za letna poročila gospodarskih družb. Revizor pregleduje in poroča zlasti o računovodskih izkazih investicijskega sklada, pravilnosti in popolnosti razkritij v prilogi k računovodskim izkazom investicijskega sklada, spoštovanju pravil tega zakona in na njegovi podlagi izdanih predpisov o upravljanju investicijskih skladov, pravilnosti in popolnosti obvestil in poročil agenciji ter javnih objav informacij o poslovanju investicijskega sklada ter preverja pravilnost in popolnost seznama povezanih oseb z družbo za upravljanje.

Družba za upravljanje mora agenciji predložiti revidirano letno poročilo vzajemnega sklada najkasneje do 30. aprila v naslednjem letu, polletno poročilo pa najkasneje do 15. avgusta posameznega leta, v roku 15 dni pa mora tudi javno objaviti povzetek revidiranega letnega poročila in polletnega poročila. Družba za upravljanje mora imetniku investicijskih kuponov vzajemnega sklada oziroma delnic investicijske družbe na njegovo zahtevo brezplačno izročiti izvod revidiranega letnega oziroma polletnega poročila. Revidirano letno in polletno poslovno poročilo investicijskega sklada mora biti na voljo javnosti ponavadi na sedežu družbe za upravljanje.

Družba za upravljanje mora vlagatelju pred pristopom k pravilom upravljanja vzajemnega sklada brezplačno izročiti izvleček prospekta. Prospekt mora biti dostopen vlagateljem na sedežu družbe za upravljanje in v vsaki poslovalnici, v kateri sprejema pristopne izjave vlagateljev.

Vse omenjene javne objave in obvestila imetnikom kuponov so namenjene boljšemu poznavanju sklada in njegovega delovanja ter zagotavljanju transparentnosti njegovega poslovanja in upravljanja s strani družbe za upravljanje. Z dostopnostjo prospekta in izvlečka prospekta, ki vsebujeta vse ključne informacije o vzajemnem skladu, imajo vlagatelji na voljo informacije, s pomočjo katerih se lažje odločijo za ali proti vlaganju v vzajemni sklad in lažje izberejo pravi vzajemni sklad zanje. Obveznost sprotnega sporočanja vrednosti sklada omogoča vlagateljem tekoče spremljanje vrednosti svojega vložka ter bolj poučen način sprejemanja odločitve o izstopu iz sklada.

V Sloveniji so se v drugi polovici leta 2004 pojavili nekateri tuji ponudniki vzajemnih skladov, ki niso imeli dovoljenja za poslovanje in trženje vzajemnih skladov v Sloveniji. Agencija je bila na to opozorjena, izdala je tudi obvestilo za javnost, v katerem je pozvala vlagatelje k večji previdnosti pri izbiri svojih finančnih posrednikov. Tujim ponudnikom, katerih skladi so usklajeni z UCITS, je kljub temu od vstopa Slovenije v EU omogočeno neposredno prodajanje svojih varčevalnih produktov, vendar pa so pri marsikaterem ponudniku vlagateljem na voljo gradiva le v matičnem jeziku države, kjer ima družba za upravljanje sedež. Transparentnost ponudbe se torej zmanjšuje.

V skladu z novim zakonom o dohodnini (Zdoh-1, Ur. list RS, št. 54/2004), ki je začel veljati s 1. januarjem 2005, na trgu obstajajo kvalificirani in nekvalificirani skladi, obdavčitev slednjih pa je precej bolj neugodna kot v primeru kvalificiranih skladov. Tujim ponudniki, katerih skladi ne bodo usklajeni z UCITS, bodo lahko ob vstopu na slovenski trg izbirali, ali bodo svoje sklade registrirali pri Davčni upravi RS, s čimer bodo skladi postali kvalificirani, in s tem izenačili položaj (slovenskih) vlagateljev v te sklade z vlagatelji v sklade slovenskih upraviteljev. Vendar pa bodo taki skladi morali izračunavati in objavljati podatke o svojih skladih v enakem obsegu in obliki, kot to počnejo skladi, ki jih upravljajo družbe za upravljanje z dovoljenjem agencije.

Vpliv davčne reforme na slovenski trg vzajemnih skladov je nedvomno negativen, saj se obremenitev vlagateljev – davčnih zavezancev – povečuje, vendar pa ne prinaša neenakopravnega položaja med različnimi upravljavci, kar lahko štejemo za pozitivno.

#### 5.3.4. Značilnosti družb za upravljanje

Družba za upravljanje mora glede na skupni obseg premoženja, ki ji je dano v upravljanje, in glede na vrste storitev, ki jih opravlja, vzpostaviti ustrezen sistem obvladovanja tveganj, ki ji omogoča tekoče ugotavljanje, merjenje in spremljanje celotnega tveganja družbe za upravljanje ter posameznih vrst tveganj in njihov prispevek k celotnemu tveganju družbe za upravljanje. Družba za upravljanje v načrtu za obvladovanje tveganj opredeli procese in ukrepe obvladovanja tveganj ter spremljanje posledic izvajanja teh ukrepov. Družba za upravljanje mora predložiti agenciji načrt za obvladovanje tveganj hkrati z zahtevo za

izdajo dovoljenja za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov. Družba za upravljanje mora agenciji poročati o vsaki spremembi načrta.

Družba za upravljanje mora vzpostaviti takšno kadrovsko, tehnično in organizacijsko strukturo v skladu z ZISDU-1 in na njegovi podlagi sprejetimi predpisi, da lahko obvladuje operativno tveganje, glede na vrsto in obseg storitev, ki jih opravlja. Med ukrepi Sklepa o kadrovskih, tehničnih in organizacijskih pogojih ter dokumentaciji (Uradni list RS, št. 80/2003), so najpomembnejši naslednji ukrepi v zvezi s kadrovsko sestavo družbe za upravljanje:

- družba mora imeti vsaj dvočlansko upravo z ustreznimi izkušnjami in opravljenim strokovnim preizkusom znanj ter pridobljenim dovoljenjem agencije;
- podrobneje mora določiti sistemizacijo delovnih mest, potrebno strokovno usposobljenost in izkušnje, opis del in nalog, pooblastila in odgovornosti posameznih zaposlenih oziroma delovnih mest v internem aktu;
- poleg članov uprave mora imeti vsaj še pet ustrezno izobraženih in strokovno usposobljenih zaposlenih oseb z ustreznimi delovnimi izkušnjami;
- družba mora zagotoviti, da imajo osebe, ki opravljajo trženje in prodajo investicijskih skladov, ustrezno strokovno usposobljenost in izkušnje (opravljen preizkus znanj), tako da je zagotovljeno, da poteka trženje v skladu z določbami ZISDU-1.

Informacijski sistem družbe za upravljanje mora zagotavljati pravilno in zanesljivo zbiranje, vodenje, prenos in obdelavo podatkov. Pri tem mora izpolnjevati zlasti naslednje zahteve:

- omejitev vnosa podatkov le za pooblašcene osebe, o čemer se mora voditi evidenca;
- zagotovljen mora biti natančen, popoln ter ustrezno zaščiten prenos podatkov;
- zagotovljen mora biti reden nadzor nad pravilnostjo stalnih podatkov;
- zagotovljena morata biti sprotne izdelava rezervnih kopij ključnih podatkov in programske opreme ter njihovo ustrezno shranjevanje;

- zagotovljene morajo biti fizične in logične kontrole dostopa do programske in strojne opreme ter evidenca glede vseh dostopov, vpogledov oziroma sprememb podatkov in oseb, ki so dostopale, vpogledovale, vnašale ali spreminjale podatke;
- ključnim delom informacijskega sistema mora biti zagotovljeno ustrezno neprekinjeno napajanje, ki omogoča varen zaključek dela.

Računalniška programska oprema, namenjena podpori vodenja poslovnih knjig in sestavljanju poslovnih poročil investicijskega sklada, mora imeti dokazilo o skladnosti programske opreme z vsakokrat veljavnimi predpisi s področja vodenja poslovnih knjig in sestavljanja poslovnih poročil.

Družba za upravljanje mora zagotoviti ustrezno tehnično in fizično varovanje svojih prostorov, opreme in podatkov. Ukrepi in metode tehničnega in fizičnega varovanja se določijo z internim aktom. Pri izdelavi internega akta družba za upravljanje upošteva zlasti oceno tveganj, ki jim je družba za upravljanje izpostavljena.

Družba za upravljanje mora vzpostaviti takšno organizacijo poslovanja, ki izpolnjuje zlasti naslednje pogoje:

- interne akte, kjer opredeli notranje organizacijske enote z navedbo njihovih poslovnih nalog, razmerij do drugih organizacijskih enot in opisom pretoka dokumentacije, delovna mesta v družbi z navedbo delovnih nalog, odgovornosti in pooblastil;
- funkcionalno in prostorsko ločenost organizacijskih enot in delovnih mest zaradi omejevanja nasprotja med interesi vlagateljev v investicijske sklade, dobro poučenih vlagateljev, družbe za upravljanje in zaposlenih ter varovanja zaupnih podatkov, pri čemer mora funkcionalno ločiti upravljanje premoženja od zalednih služb;
- tekoče poročanje upravi in druge postopke, ki zagotavljajo tekoče ugotavljanje in spremljanje tveganj, ki jim je pri poslovanju izpostavljena družba, ter mehanizme za nadzor izvajanja teh postopkov, ukrepe za vzpostavitev in delovanje sistema notranjih kontrol na vseh področjih poslovanja družbe za upravljanje;

- ukrepe za učinkovito izvajanje predpisov na področju preprečevanja in odkrivanja pranja denarja.

Uprava družbe za upravljanje mora določiti ukrepe, katerih namen je zagotoviti skladnost ravnanja zaposlenih pri družbi za upravljanje z določbami ZISDU-1, zakona o trgu vrednostnih papirjev in drugimi predpisi, ki urejajo poslovanje z vrednostnimi papirji, in zagotoviti njihovo izvajanje, in sicer tako, da s splošnim aktom določi med drugim:

- ravnanja zaposlenih pri sklepanju poslov z vrednostnimi papirji za svoj račun;
- postopke in ukrepe za varovanje zaupnih podatkov o vlagateljih;
- ravnanje zaposlenih v zvezi z notranjimi informacijami.

Regulacija poslovanja same družbe za upravljanje se prične pri varnosti njenega lastnega poslovanja, ki ga opredeljuje merilo kapitalske ustreznosti, podobno kot ga poznamo kot merilo varnosti poslovanja bank, zavarovalnic in drugih podobnih finančnih posrednikov. Kapitalsko ustreznost kot prvo merilo varnosti poslovanja družbe za upravljanje, definira že ZISDU-1 in Sklep o podrobnejših pravilih za izračun kapitalske ustreznosti družbe za upravljanje, rokov, načinu in podrobnejši vsebini poročanja družbe za upravljanje agenciji za trg vrednostnih papirjev o kapitalski ustreznosti ter podrobnejših pravilih o obvladovanju tveganj družb za upravljanje (Ur. list RS št. 126/2004), in sicer jo opredeli kot razliko med postavkami, ki se štejejo za kapital, in tistimi, ki ga znižujejo. V nadaljevanju podajamo poenostavljeno opredelitev kapitalske ustreznosti družb za upravljanje<sup>25</sup>:

Kapital družbe za upravljanje sestavljajo:

1. vplačani osnovni kapital in vplačani presežek kapitala, razen prednostnih kumulativnih delnic;
2. rezerve iz dobička, ki ne bodo razdeljene;
3. rezervacije, ki jih je družba za upravljanje oblikovala za splošna tveganja;

---

<sup>25</sup> Povzeto po Sklepu o podrobnejših pravilih za izračun kapitalske ustreznosti družbe za upravljanje, rokov, načinu in podrobnejši vsebini poročanja družbe za upravljanje Agenciji za trg vrednostnih papirjev o kapitalski ustreznosti ter podrobnejših pravilih o obvladovanju tveganj družb za upravljanje

4. preneseni čisti dobiček iz preteklih let, ki je potrjen na skupščini delničarjev, ki ne bo razdeljen;
5. čisti dobiček tekočega poslovnega leta (največ do višine 50 % po odbitku davkov in drugih dajatev), ki bo razporejen v rezerve ali v preneseni čisti dobiček iz preteklih let, če je višino dobička potrdil pooblaščen revizor;
6. druge postavke, ki so po svojih lastnostih enake postavkam od 1. do 4., vplačane kumulativne prednostne delnice in podrejeni dolžniški instrumenti (pod določenimi pogoji).

Kapital družbe za upravljanje znižujejo naslednje postavke:

1. lastne delnice;
2. neodpisana vrednost neopredmetenih dolgoročnih sredstev;
3. prenesena izguba iz preteklih let in izguba tekočega poslovnega leta;
4. nelikvidna sredstva;
5. druge postavke, ki so po svojih lastnostih enake postavkam od 1. do 4. ter naložbe družbe za upravljanje v osebe, ki pri ugotavljanju kapitalske ustreznosti izračunavajo kapital enako kot družba za upravljanje.

V skladu s 6. členom Sklepa o podrobnejših pravilih za izračun kapitalske ustreznosti družbe za upravljanje, rokih, načinu in podrobnejši vsebini poročanja družbe za upravljanje Agenciji za trg vrednostnih papirjev o kapitalski ustreznosti ter podrobnejših pravilih o obvladovanju tveganj družb za upravljanje, se šteje, da je družba za upravljanje kapitalsko ustrezna, če je njen kapital, izračunan na način iz 2. člena tega sklepa, večji od zneska kapitala iz prvega, tretjega, četrtega oziroma petega odstavka 17. člena ZISDU-1, ki določajo, da mora imeti družba za upravljanje najmanj 50.000.000 tolarjev osnovnega kapitala. Če skupna vrednost celotnega premoženja v upravljanju iz naslova investicijskih skladov presega 60 milijard tolarjev, mora družba za upravljanje povečati obseg osnovnega kapitala nad 50 milijonov tolarjev najmanj v višini 0,02 odstotka vrednosti presežka premoženja v upravljanju nad 60 milijardami tolarjev, vendar največ do osnovnega kapitala 2,5 mrd tolarjev. Ne glede na prejšnje določbe pa kapital družbe za upravljanje ne sme biti nikoli nižji od 25 odstotkov stalnih splošnih stroškov družbe za upravljanje v prejšnjem letu. Med stalne splošne stroške družbe za upravljanje se v skladu



s predlogom agencije uvrščajo vsi stroški družbe za upravljanje, razen stroškov, določenih v drugem odstavku 124. oziroma 178. člena ZISDU-1, ki nastanejo družbi za upravljanje v zvezi z opravljanjem storitev upravljanja vzajemnega sklada oziroma investicijske družbe, in do povrnitve katerih je družba za upravljanje upravičena iz sredstev sklada.

Če družba za upravljanje poleg storitev upravljanja investicijskih skladov opravlja tudi storitve upravljanja dobro poučenih vlagateljev, je minimalni zahtevani osnovni kapital enak tistemu iz prejšnjih določil zakona, povečanemu za 0,1 odstotka od celotnega premoženja dobro poučenih vlagateljev v upravljanju.

Družba za upravljanje poroča agenciji o izpolnjevanju kapitalske ustreznosti na zadnji dan v koledarskem letu najkasneje hkrati s predložitvijo revidiranega letnega poročila družbe za upravljanje, pri čemer prikaže podroben izračun kapitala in kapitalske ustreznosti na podlagi podatkov iz revidirane bilance stanja in revidiranega izkaza poslovnega izida za minulo koledarsko leto ter podatke o višini premoženja dobro poučenih vlagateljev na zadnji dan v minulem koledarskem letu.

V petem poglavju smo opredelili tveganja, ki se pojavljajo pri poslovanju finančnih institucij na splošno, nato pa smo se osredotočili na slovenske družbe za upravljanje in vzajemne sklade, ki jih regulira obstoječa zakonodaja in skozi naložbene omejitve, institut skrbnika in zahteve po javnih objavah in razkritjih podatkov podaja temelje za obvladovanje poslovanja in uvedbo sistemov obvladovanja tveganj pri poslovanju vzajemnih skladov. Obenem regulira poslovanje družb za upravljanje tako skozi kadrovske, tehnične in organizacijske pogoje, ki jih morajo družbe za upravljanje izpolnjevati, kakor tudi skozi zahteve kapitalske ustreznosti, ki jo bolj pogosto srečamo pri bankah, zavarovalnicah in drugih podobnih finančnih posrednikih. V nadaljevanju bomo podrobneje obravnavali metode, ki jih uporablja ena izmed slovenskih družb za upravljanje v praksi.

## **6. UPRAVLJANJE S TVEGANJI V PRAKSI – PRIMER DRUŽBE NLB SKLADI, UPRAVLJANJE PREMOŽENJA, D. O. O.**

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: družba) je bila ustanovljena novembra leta 2003 in je 12. maja 2004 začela upravljati štiri vzajemne sklade z raznoliko investicijsko politiko, in sicer: NLB Skladi – Svetovni sklad delnic, NLB Skladi – Sklad slovenskih delnic, NLB Skladi – Kombinirani sklad in NLB Skladi – Sklad obveznic. V skladu z določil ZISDU-1 družbo vodi dvočlanska uprava, konec leta 2004 pa je bilo v družbi zaposlenih skupaj 12 oseb, ki so bile usposobljene v skladu s predpisi.

Družba je sprejela notranjeorganizacijske akte, s katerimi je določila način poslovanja družbe, ki bo zadostil merilom zakonskih in podzakonskih predpisov. Z njimi je družba opredelila organiziranost in medsebojna razmerja organizacijskih delov družbe, delovna mesta, odgovornosti in pooblastila zaposlenih v družbi, ukrepe za vzpostavitev in delovanje sistema notranjih kontrol v zvezi z vrednostnimi papirji, ugotavljanje in spremljanje tveganj pri poslovanju z vrednostnimi papirji, ločenost organizacijskih delov družbe zaradi omejevanja nastanka konflikta interesov ter načine varovanja zaupnih podatkov.

Družba NLB Skladi ima vzpostavljen sistem upravljanja s finančnimi ter operativnimi tveganji, ki lahko nastanejo kot posledica napak, malomarnosti in zlorab. Obe skupini tveganj in metode upravljanja z njimi predstavljamo v nadaljevanju.

### **6.1. Obvladovanje finančnih tveganj**

Med instrumenti obvladovanja finančnih tveganj upravljanja premoženja vzajemnih skladov so podrobnejše opredelitve politike vlaganja v vrednostne papirje, ki so zapisana tudi v pravilih upravljanja oziroma v prospektu z vključenimi pravili upravljanja za vsak vzajemni sklad, ki ga upravlja družba. Opredeljena so interna pravila in postopki

odločanja upravljavcev premoženja ter vrednostni in relativni limiti za posamezne upravitelje premoženja pri upravljanju premoženja. V družbi se izvaja ugotavljanje in spremljanje investicijskih in drugih tveganj, povezanih z izdajatelji vrednostnih papirjev in naložbenimi skupinami, z analizami donosnosti vrednostnih papirjev, analizo scenarijev, testi investicijskih politik in izračunom standardnih kazalnikov tveganja. V družbi deluje posebna organizacijska enota z nalogami notranje kontrole, ki ugotavlja in spremlja tveganja pri poslih iz dejavnosti družbe.

Poslovanje v organizacijskih delih družbe je računalniško podprto, kar pomeni, da je družba pri svojem poslovanju nagnjena tudi k tehnološkim operativnim tveganjem. Zagotovljen je ustrezen varnostni sistem pri dostopu do programske opreme zaposlenih s sistemom gesel. Pri hranjenju pisne dokumentacije in pri hranjenju podatkov na elektronskih medijih se zasledujejo vsi visoki standardi varnega poslovanja, vključno z izdelovanjem varnostnih kopij podatkov za ključne aplikacije.

S ciljem omejevanja nastanka konflikta interesov pri upravljanju premoženja ter varovanja zaupnih podatkov so posamezni organizacijski deli družbe organizacijsko, funkcionalno in prostorsko ločeni. Sistem notranjih kontrol zagotavlja, da je poslovanje načrtovano in vodeno s potrebno skrbnostjo, da poslovne transakcije odobrijo pooblaščenim vodjem, da obstajajo ustrezni ukrepi za odkrivanje in preprečevanje izgub zaradi nepravilnosti, zlorab ali napak. Vzpostavljene računovodske in druge evidence zagotavljajo celovite, zanesljive in pravočasne informacije. Sistem nadzora zagotavlja tudi, da so opredeljena in tekoče spremljana poslovna in operativna tveganja in da je vzpostavljen sistem rednega, točnega in pravočasnega poročanja.

Nadzor poslovanja je izveden z vertikalnim in horizontalnim sistemom spremljave, ki zagotavlja zgodnje odkrivanje anomalij v sistemu in sprejemanje korekcijskih ukrepov. Sistem obsega računovodske kontrole pravilnosti in popolnosti obdelave podatkov, sistem kontrol informacijske tehnologije, ki zagotavlja zaščito podatkov pred nepooblaščenimi razkritji in spremembami, sistem pooblastil in dovoljenj, ki zagotavlja delovanje zaposlenih v skladu z notranjimi in zunanjimi predpisi.

Upravljanje s tveganji vzajemnih skladov je za vsak posamezen vzajemni sklad opredeljeno v dokumentu Načrt za obvladovanje tveganj vzajemnega sklada. V njem so za vsak vzajemni sklad identificirana tveganja, ki jim je izpostavljen vzajemni sklad, in sicer:

- naložbeno tveganje,
- likvidnostno tveganje,
- tveganje neizpolnitve nasprotne stranke in
- tveganje skrbništva.

Za vsako od navedenih vrst tveganja so podane metode ugotavljanja določene vrste tveganja, merila za posamezno vrsto tveganja in ukrepi ter metode za njihovo obvladovanje.

Tako je najprej opredeljeno naložbeno tveganje<sup>26</sup>, ki je tudi najpomembnejše tveganje za vzajemne sklade, kot tveganje stopnje nihanja donosnosti vzajemnega sklada, tveganje, da bo dejanska donosnost vzajemnega sklada nižja od interno opredeljenega merila uspešnosti (angl. *benchmark*) ali od pričakovane donosnosti sklada. Naložbeno tveganje, ki je odvisno od sistematičnih in nesistematičnih dejavnikov, poskuša družba zmanjšati tako, da zmanjšuje nesistematično naložbeno tveganje, upoštevajoč tudi stroškovni vidik take dejavnosti. Za upravljanje s tem tveganjem družba zasleduje cilj razpršitve naložb sklada, da bi odpravila večino nesistematičnega naložbenega tveganja. Predpisana je metoda upravljanja premoženja, ki sestoji iz strateške, geografske in panožne alokacije premoženja (angl. *asset allocation*), izbire posameznih naložb (angl. *security selection*) in izvajanja tempiranja trga (angl. *market timing*). Za vsako sestavino upravljanja je določen interni *benchmark*, ki ga družba redno spremlja in primerja z dejanskimi rezultati poslovanja sklada in ugotavlja, ali je pri kateri od sestavin sklad prekomerno odstopa od meja, ki so začrtane z zakonskimi določili in določili pravil upravljanja, ki so zapisani v prospektu sklada (t. i. zunanje naložbene omejitve), in od meja, ki so zapisane v načrtu za obvladovanje tveganj posameznega sklada (t. i. interne naložbene omejitve). Pri upravljanju sklada se zasleduje stroge postopke in standarde analiz vrednostnih papirjev, ki opredeljujejo potrebno

---

<sup>26</sup> Naložbeno tveganje v načrtu vključuje tudi valutno in obrestno tveganje.

kakovost virov za analizo, metode analiz, ki se lahko uporabijo ter podrobne kriterije ocenjevanja naložb.

Likvidnostno tveganje je opredeljeno kot tveganje nezmožnosti izpolnitve rednih in izrednih denarnih obveznosti sklada, oziroma tveganje, da bi zaradi potreb po likvidnih sredstvih sklad prodal del svojih naložb na trgu po izrazito neugodni ceni in bi s tem negativno vplival na donosnost sklada. Upravljanje z likvidnostnim tveganjem družba izvaja z uravnavanjem likvidnosti premoženja oz. naložb sklada upoštevajoč likvidnost kapitalskega trga, stroškovno učinkovitost in omejitve naložbene politike. Obenem spremlja dinamiko prilivov in odlivov sredstev vlagateljev iz sklada in uravnava potrebna dodatna likvidna sredstva sklada.

Tveganje neizpolnitve nasprotne stranke se lahko pojavi v obliki tveganja neizpolnitve ali nepravilne ali nekakovostne izpolnitve pravnega posla. Družba upravlja s tveganjem neizpolnitve nasprotne stranke tako, da zasleduje visoke standarde kakovosti poslovnih partnerjev, njihovih storitev in njihove plačilne discipline, ki jih spremlja med trajanjem poslovnega razmerja.

Tveganje skrbništva se lahko pri vzajemnem skladu pojavi v povezavi s storitvami, ki jih opravlja skrbnik v imenu in za račun vzajemnega sklada, kot smo jih opredelili v poglavju 5.3.2. Posebej je opredeljen postopek in merila izbira skrbnika, ki poudarja zmožnost kakovostnega opravljanja teh storitev, med poslovanjem pa se kakovost opravljanja skrbniških storitev tekoče preverja skozi kontrolo pretoka dokumentacije, pravilnosti izračunov in poravnav denarnih in papirnih<sup>27</sup> obveznosti vzajemnega sklada

## **6.2. Obvladovanje operativnih tveganj**

Pravilnik o obvladovanju tveganj poleg finančnih tveganj, t.j. likvidnostnega, naložbenega, obrestnega in valutnega tveganja, opredeljuje tudi operativna tveganja družbe. Mednje

---

<sup>27</sup> S papirnimi obveznostmi so mišljene obveznosti poravnave vrednostnih papirjev na strani prodajalca.

uvršča množico tveganj, ki izvirajo iz postopkov in procesov upravljanja premoženja v družbi. Za vsako izmed omenjenih vrst operativnega tveganja opredeljuje metode in postopke njegovega ugotavljanja, njegova merila, ukrepe in postopke za njegovo obvladovanje ter postopke za nadzor izvajanja ukrepov obvladovanja tveganja. Posamezni postopki so tako kompleksni, da so posebej opredeljeni v ločenih aktih družbe (npr. za področje pranja denarja in informacijskega sistema).

Obvladovanje tveganj družbe za upravljanje je podrobneje opredeljeno tudi z drugimi notranjimi akti družbe, ki opredeljujejo na eni strani postopke in procese dela v družbi na splošno, med katerimi so najpomembnejša procesna navodila za področje trženja in prodaje investicijskih kuponov vzajemnih skladov, kar lahko poleg družbe za upravljanje v skladu s prospektom z vključenimi pravili upravljanja vzajemnega sklada opravljajo tudi druge, s pogodbenim razmerjem opredeljene osebe, ter procesna navodila za upravljanje in spremljavo poslovanja vzajemnega sklada, ki natančneje opredeljujejo procese in postopke ter pretok dokumentacije pri poslovanju vzajemnega sklada. V nadaljevanju si bomo podrobneje ogledali nekatera tveganja, ki jih upravlja družba, in metode njihovega obvladovanja.

Podobno kot načrt za obvladovanje tveganj posameznih vzajemnih skladov tudi pravilnik opredeljuje tveganje neizpolnitve nasprotne stranke in podaja podobne metode obvladovanja tega tveganja, kot smo jih opisali v prejšnjem podpoglavju.

Tveganja, ki so posledica napak pri obveščanju javnosti in regulatorjev, obsegajo tveganje, da se objavljeni podatki razlikujejo od dejanskih ali da je prišlo pri obveščanju oziroma poročanju do izpustitve podatkov. Družba je uvedla ustrezen sistem nadzora nad obvestili, ki jih objavlja družba za upravljanje, ki zajema postopke priprave gradiv, preverjanje točnosti podatkov v njih s strani kontrolnega centra ali druge neodvisne osebe v družbi in dodelitev izvajanja nalog s tega področja odgovornim osebam v družbi.

Tveganja v povezavi z napakami pri trgovanju z vrednostnimi papirji obsegajo tveganja, da sklenjen posel odstopa od načrtovanega in tveganja, da pride do namernih ali nenamernih napak pri trgovanju, ki so v nasprotju z zakonskimi predpisi, ki urejajo

trgovanje. Družba je vzpostavila sistem nadzora trgovalnih aktivnosti, ki obsega določitev pooblastil za sprejemanje odločitev o nakupih in prodajah vrednostnih papirjev in instrumentov denarnega trga, določitev postopkov pri trgovanju in takojšnjih kontrol trgovanja, vzpostavitev ustreznega informacijskega sistema, izobraževanje pooblaščenih oseb z zakonskimi predpisi in oblikovanje visokih moralnih in etičnih kriterijev, ki so v povezavi s trgovanjem investicijskih skladov. V tesni povezavi s postopki trgovanja so urejeni tudi postopki pri poravnavi poslov, kar obsega vzpostavitev ustreznega nadzornega postopka pri poravnavi in vzpostavitev ustreznega informacijskega sistema, kontrolo izvedbe posla in stanj po poravnavi

Zelo pomembna in tudi zakonsko regulirana so tveganja v povezavi s konfliktom interesov in zlorabe notranjih informacij pri upravljanju posameznih vrst premoženja, ki se lahko pojavijo v zvezi s konflikti med različnimi skladi oziroma vlagatelji, katerih premoženje upravlja družba ter med poklicnimi in zasebnimi interesi upravljavcev, ki lahko opravljajo tudi posle za svoj račun, kar bi lahko vplivalo na posle, ki jih opravljajo za račun investicijskega sklada. Sistem nadzora in ukrepi za zmanjševanja teh tveganj so podrobneje opredeljeni v pravilniku o ravnanju delavcev družbe z vrednostnimi papirji, ki se v osnovi naslanja na določila ZTVP-1 ter v pravilniku o kadrovskih, tehničnih in organizacijskih pogojih družbe. S ciljem omejevanja konfliktov med interesi strank, družbe in zaposlenih ter varovanja zaupnih podatkov, so posamezni organizacijski deli družbe organizacijsko, funkcionalno in prostorsko ločeni.

Podobno je upravljano tveganje prekoračitve pooblastil zaposlenih, za katere so pooblastila in delovne obveznosti opredeljene v pravilniku o organizacijskih, kadrovskih in tehničnih pogojih, pravilniku o sistematizaciji delovnih mest, pravilniku o pooblastilih in podpisovanju in z drugimi akti družbe. Pri tem zaposleni lahko sklepajo le posle v okviru pooblastil, ki jih imajo, obenem se izvaja stalna kontrola pooblastil vseh opravljenih poslov.

Za družbo so zelo pomembna tveganja, ki izhajajo iz varovanja zaupnih podatkov, notranjih informacij, dokumentacije in prostorov družbe, ki pomenijo tveganje okoriščanja z informacijami, ki javnosti niso dostopne. Pri tem je družba opredelila

zaupne podatke in dolžnost zaposlenih varovati te podatke tudi po prenehanju zaposlitve v družbi. Družba ima opisane postopke pretoka dokumentacije in njene hrambe, ki sledi opredelitvam in razmejitvam organizacijskih pristojnosti in odgovornosti organizacijskih delov družbe kot nosilcev posameznih faz tega procesa. Pretok dokumentov, enolično označevanje dokumentov, kontroliranje dokumentov ter načini in roki hrambe dokumentov, ki so vezani na računovodstvo družbe, so opredeljeni v pravilniku o računovodstvu družbe. Pri hranjenju pisne dokumentacije in podatkov družba zasleduje vse standarde varnega poslovanja, ki so posebej opredeljeni v drugih notranjih aktih družbe.

Za potrebe odkrivanja sumljivih transakcij v skladu z določili zakona o preprečevanju pranja denarja je v družbi oblikovan načrt za izvajanje tega zakona, ki med drugim določa postopke identifikacije strank, sklenitve poslovnega razmerja s stranko, odkrivanja in poročanja sumljivih transakcij ter hrambe dokumentov

Družba je poleg zgoraj naštetih opredelila metode ugotavljanja, merjenja in obvladovanja tveganj v povezavi s človeškimi viri, strateških tveganj, tveganj v povezavi z delovanjem informacijskega sistema družbe za upravljanje in nepooblaščenega vstopa v sistem, ki jih na tem mestu zaradi njihove obsežnosti in zaupne narave ne bomo podrobneje opisali.

Na področju obvladovanja s tveganji se v praksi pojavlja mnogo nerazrešenih vprašanj, ki otežujejo postavitve jasnih meril in mehanizmov za popolno obvladovanje tveganja, predvsem ko je v igri človeški faktor, ki je historično najpomembnejši dejavnik tveganja pri poslovanju finančnih institucij (Santomero, 1997, str. 3). Popolna identifikacija vseh dejavnikov tveganja je praktično nemogoča v spreminjajočem se finančnem okolju, kjer se tudi zakonske podlage še vedno dinamično razvijajo, ne samo na področju izvirne regulacije, temveč tudi izvedenih podzakonskih predpisov in na drugih področjih, ki vplivajo na poslovanje vzajemnih skladov, kot je npr. davčna zakonodaja. Popolna sterilizacija poslovanja in izolacija vseh dejavnikov tveganja bi praktično ohromila kakršnekoli možnosti za razvoj, inovacije in uspešno poslovanje finančnih posrednikov s preveliko mero birokratizacije na eni strani in preveliko mero konzervativnosti na drugi. Prav gotovo ni dejavnik razvoja finančnih posrednikov nerazvit zavarovalniški trg na



področju operativnih tveganj, ki še vedno ne omogoča, da bi družbe iz poslovnih knjig izločile denarna sredstva za namene pokrivanja morebitnih izgub, ki jih oblikujejo bodisi v obliki večjega obsega kapitala ali rezervacij.

V tem poglavju smo opisali sistem obvladovanja tveganj, s katerimi se v praksi srečujejo družba za upravljanje in vzajemni skladi. Primer ponazarja kompleksnost okolja, v katerem delujejo ti finančni posredniki, in zahtevnost naloge, kot je celovito obvladovanje tveganj. Izpostavili smo tudi nekaj odprtih vprašanj, ki tako nalogo dodatno otežujejo, vendar pa smo na primeru dejanskega poslovanja družbe pokazali, da je to ključno nalogo možno dobro opravljati.

## **7. SKLEP**

Evropska unija in nova evropska zakonodaja odpirata slovenskim vlagateljem nove možnosti nalaganja svojih prihrankov v tuje kapitalske trge oziroma prodora tujih varčevalnih produktov v Slovenijo. Regulacija trga in njegovih akterjev mora biti dosledna in stroga za potrebe zavarovanja vlagateljev pred tveganji, ki jih ponujajo sodobni varčevalni instrumenti.

V Sloveniji se s spreminjajočo se zakonodajo na področju vrednostnih papirjev in posebej z novimi predpisi na področju poslovanja vzajemnih skladov odpira novo poglavje v zgodovini razvoja slovenskega finančnega trga. Zmanjšane omejitve naložbene politike in uredba novih vrst vzajemnih skladov sta le dve prednosti med novostmi, ki jih prinaša nova zakonodaja, ki družbam za upravljanje postavlja tudi nova stroga merila delovanja. Uvedba "evropskega potnega lista" za investicijske sklade omogoča lažji prodor družbam za upravljanje na nove kapitalske trge, kar lahko potencialno pomeni odtok slovenskega kapitala v tujino.

Nova zakonodaja pa uvaja tudi neke omejitve pri poslovanju družb in investicijskih skladov, ki jih te družbe upravljajo, kar povečuje kompleksnost in stroške poslovanja družb in skladov, predvsem z uvedbo skrbništva, dodatnega obsega poročanja in strogih

meril za uvedbo sistemov notranjih kontrol in obvladovanja tveganj v družbah za upravljanje.

Po pregledu teoretičnih izhodišč za upravljanje s tveganji v vzajemnih skladih in družbah za upravljanje ugotavljamo, da je na področju operativnih tveganj še vedno nekaj nerazrešenih vprašanj, še posebej vprašanje ovrednotenja tveganj, ki nimajo finančnih posledic in njihovo upoštevanje pri celotnem tveganju družbe ali sklada.

Zakonodajna podlaga v evropskem pravnem redu ponuja le okvirna izhodišča za posamezne regulatorje na nacionalni ravni, ki so, kot smo pokazali na primeru primerjave štirih evropskih držav, različno uredile poslovanje finančnega trga in znotraj tega vzajemnih skladov in družb za upravljanje. Regulatorji večinoma predpišejo le okvirna navodila za poslovanje, s čimer puščajo družbam za upravljanje bolj proste roke pri oblikovanju individualiziranih sistemov obvladovanja tveganj, ki so prilagojeni in s tem najbolj primerni za poslovanje posamezne družbe.

Glede na trenutne spremembe slovenske zakonodaje na področju investicijskih skladov, ki uvajajo nove določbe in zahteve za poslovanje tujih družb za upravljanje, kakor tudi nova davčna zakonodaja, lahko ugotovimo, da tuje družbe za upravljanje prav gotovo uživajo drugačen položaj od slovenskih v postopku ustanavljanja in pridobivanja potrebnih dovoljenj v matični državi, vendar so pri vstopu na slovenski trg prav tako regulirane kot domače družbe in skladi.

Podrobna analiza dejavnikov tveganja, tako finančnih kot tudi operativnih, je pripomogla k boljšemu razumevanju vseh vplivov, s katerimi se srečuje družba za upravljanje pri opravljanju dejavnosti upravljanja investicijskih skladov. Ti vplivi so mnogoštevilni in nekatere je težko ovrednotiti, vendar smo pokazali tudi primer, kako je v teoriji mogoče z empiričnimi metodami opazovanja in merjenja dejavnikov tveganja ovrednotiti in zavarovati družbi pred morebitnimi izgubami zaradi nepredvidenih dogodkov.

V zadnjem poglavju smo prikazali, kako je v praksi mogoče oblikovati sistem uravnavanja s tveganji, z grobim orisom vseh dejavnikov, ki jih družba za upravljanje v praksi

zasleduje, meri in obvladuje. Zakonodajne omejitve in notranje omejitve poslovanja družbe za upravljanje so lahko ovira za njen nadaljnji razvoj, vprašanje razvoja učinkovitih empiričnih metod za sistem celovitega merjenja in obvladovanja vseh vrst tveganj pa je preobsežna tema, da bi se je lahko na tem mestu učinkovito lotili, je pa vprašanje časa, kdaj bo praksa sama ponudila odgovor nanj.

## 8. LITERATURA IN VIRI

### LITERATURA

1. A Guide to Understanding Mutual Funds. Washington, DC: Investment Company Institute, 2000. 48 str.
2. Adam Tim: Risk Management and the Credit Risk Premium. *Journal of Banking & Finance*, 26(2002), 2, str. 243-269.
3. Alexander Carol: The Present and Future of Financial Risk Management. Working Paper. Reading: University of Reading ISMA Centre, 2004. 25 str.  
[URL: <http://www.gloriamundi.org/picsresources/capf.pdf>], 5. 5. 2004.
4. Bartram Sohnke M.: Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 9(2000), 5, str. 279-324.
5. Berkowitz Michael K., Kotowitz Yehuda: Investor Risk Evaluation in the Determination of Management Incentives in the Mutual Fund Industry. *Journal of Financial Markets*, 3(2000), str. 365-387.
6. Blake David, Timmermann Allan: Mutual Fund Performance: Evidence from the UK. *European Finance Review*, (1998), 2, str. 57-77.
7. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: *Investments*. Fifth Edition. New York: McGraw-Hill, 2002. 1015 str.
8. Bogle John C.: *Bogle On Mutual Funds: New Perspectives For The Intelligent Investor*. Blurr Ridge: Irwin, 1994. 320 str.
9. Booth Philip: Who Should Regulate Financial Institutions? *Economic Affairs*, 23(2003), 3, str. 28-34.
10. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Daves Phillip R.: *Intermediate Financial Management*. Sixth Ed. Fort Worth: Dryden Press, 1999. 1083 str.
11. Carhart Mark M. et al.: Leaning for the Tape: Evidence of Gaming Behavior in Equity Mutual Funds. *The Journal of Finance*, 57(2002), 2, str. 661-693.
12. Chevalier Judith, Ellison Glenn: Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance. *The Journal of Finance*, 54(1999), 3, str. 875-899.
13. Chevalier Judith, Ellison Glenn: Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. *Journal of Political Economy*, 6(1997), 105, str. 1167-1200.
14. Dyett Lloyd et al.: *Risk Management Process: Guideline for UCITS Managers*. London: The Investment Management Association, 2003. 24 str.

15. Dogniez Nathalie, Bodart Christophe, Ruddy Dee: Perspectives on the UCITS Directive Amendments and Implications for the Investment Funds Industry. Luxembourg: KPMG, 2003. 14 str.
16. Draghi Mario, Giavazzi Francesco, Merton Robert C.: Transparency, Risk Management and International Financial Fragility. Working Paper. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research, 2003. 66 str.  
[URL: <http://dsl.nber.org/papers/w9806.pdf>], 3. 5. 2004.
17. Duffie Darrel, Jun Pan: An Overview of Value at Risk. The Journal of Derivatives, 4(1997), 3, str. 7-49.
18. Ebnöther Silvan et. al.: Modelling Operational Risk. Working Paper. Zurich: Zurich Cantonal Bank, 2001. 23 str.  
[URL: <http://www.math.ethz.ch/~mcneil/ftp/operational.pdf>], 4. 5. 2004.
19. Elton Edwin J., Gruber Martin J., Busse Jeffrey A.: Are Investors Rational? Choices Among Index Funds. Working paper. New York: New York University, 2002. 42 str.
20. Elton Edwin J., Gruber Martin J., Blake Christopher R.: Incentive Fees and Mutual Funds. The Journal of Finance, 58(2003), 2, str. 779-804.
21. Emde Thomas: The Financial Services Sector in Europe. Regulatory Investigation and Enforcement Issues in Germany. Frankfurt am Main: Freshfields Bruckhaus Deringer, 2002. 13 str.
22. Fabozzi Frank, Modigliani Franco: Capital Markets: Institutions and Instruments. Second Edition. Upper Saddle River: Prentice Hall, 1996, 768 str.
23. Figlewski Stephen: How to Lose Money in Derivatives. The Journal of Derivatives, 2(1994), 2, str. 75-82.
24. Filius Alexander et al.: UCITS III: A Practical Guide. Rotterdam: Ernst & Young, 2003. 30 str.
25. Filius Alexander et al.: UCITS III: Status of Implementation in Europe. Rotterdam: Ernst & Young, 2003. 18 str.
26. Fredman Albert J.: How Mutual Funds Work. New York: New York Institute of Finance, Prentice Hall, 1998. 394 str.
27. Gomez-Acebo Javier: The Financial Services Sector in Europe. Regulatory Investigation and Enforcement Issues in Spain. Madrid: Freshfields Bruckhaus Deringer, 2002. 21 str.
28. Hart Andrew: The Financial Services Sector in Europe. Regulatory Investigation and Enforcement Issues in the UK. London: Freshfields Bruckhaus Deringer, 2002. 14 str.
29. Hilditch Christopher, Walsh Kerrie: European Funds Development. London: Schulte Roth & Zabel: Investment Management Developments, 3(2003), 3, str. 1-6.

30. Kalderon Mark et al.: *The Prospectus Directive*. London: Freshfields Bruckhaus Deringer, 2002. 18 str.
31. Kleiman Elie, L'Homme Jean: *The Financial Services Sector in Europe. Regulatory Investigation and Enforcement Issues in France*. London: Freshfields Bruckhaus Deringer, 2002. 20 str.
32. Kleindienst Robert: *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. Ljubljana: GV Založba, 2001. 542 str.
33. Leclair Alain et al.: *Cross-Border Marketing of »Harmonised« UCITS in Europe. Current Situation, Constraints and Ways Forward*. Paris: Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement, London: PriceWaterhouseCoopers, 2001. 24 str.
34. Lel Ugur: *Currency Risk Management, Corporate Governance, and Financial Market Development*. Working Paper. Bloomington: Indiana University, 2003. 68 str.
35. Lo Andrew W.: *Risk Management for Hedge Funds: Introduction and Overview*. *Financial Analysts Journal*, 57(2001), 6, str. 16-33.
36. Lynch Anthony W., Musto David K.: *How Investors Interpret Past Fund Returns*. *Journal of Finance*, 58(2003), 5, str. 2033-2058.
37. Lynch Koski Jennifer, Pontiff Jeffrey: *How Are Derivatives Used? Evidence from the Mutual Fund Industry*. *The Journal of Finance*, 54(1999), 2, str. 791-816.
38. Lehar Alfred: *Measuring Systemic Risk: A Risk Management Approach*. Working Paper. Dunaj: University of Vienna - Institute of Business Administration, 2003. 38 str.
39. Malkiel Burton G.: *A Random Walk Down Wall Street*. New York: W. W. Norton & Company, 1999. 499 str.
40. McLaren Stuart: *The UCITS Management Directive*. London: DeLoitte & Touche, 2002. 4 str.
41. Morony Andre, Morath Dick: *Managing Risk in the Funds Management Sector. Risk and Capital Management Conference Proceedings*. Sidney: Australian Prudential Regulation Authority, 2002.  
[URL: [http://www.apra.gov.au/RePEc/RePEcDocs/Archive/conference\\_papers1/risk\\_funds\\_management\\_sector.pdf](http://www.apra.gov.au/RePEc/RePEcDocs/Archive/conference_papers1/risk_funds_management_sector.pdf)], 26. 3. 2004.
42. Otten Roger, Bams Dennis: *European Mutual Fund Performance*. *European Financial Management*, 8(2002), 1, str. 75-101.
43. Plavšak Nina: *Ureditev razmerij med KDD, skrbnikom, DZU in BPD po ZISDU-1*. Ljubljana: KDD, 2004.  
[URL: [http://www.kdd.si/izdajatelj\\_in\\_clani/clani/skrbniske\\_storitve/](http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/clani/skrbniske_storitve/)], 24. 3. 2004.
44. Pozen Robert C.: *The Mutual Fund Business*. Cambridge: The MIT Press, 1999. 728 str.

45. Raz Tzvi, Shenhar Aaron J. in Dvir Dov: Risk Management, Project Success, and Technological Uncertainty. *R&D Management*, 32(2002), str. 101-109.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=309402](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=309402)], 5. 5. 2004.
46. Reid Brian K., Rea John D.: Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs. *Investment Company Institute Perspective*, 9(2003), 2, 20 str.  
[URL: <http://www.ici.org/statements/res/index.html>], 3. 5. 2004.
47. Rouch David et al.: UCITS schemes. *The New Investment Powers for UK UCITS*. London: Freshfields Bruckhaus Deringer, 2002. 26 str.
48. Rouch David: *Funds - A Single European Market? Revisited* edition. London: Freshfields Bruckhaus Deringer, 2003. 23 str.
49. Santomero Anthony M.: Commercial Bank Risk Management: An Analysis of the Process. *Journal of Financial Services Research*, 12(1997), 2, str. 83-115.
50. Saunders Anthony, Cornett Marcia Milton: *Financial Institutions Management. A Risk Management Approach*. New York: McGraw-Hill, 2003. 778 str.
51. Shimpi, Prakash A.: *Integrating Corporate Risk Management*. New York: Texere, 2001. 256 str.
52. Shirreff David: *Dealing With Financial Risk*. London: Profile Books & The Economist, 2004. 214 str.
53. Smith Clifford W.: Corporate Risk Management: Theory and Practice. *Journal Of Derivatives*, 2(1995), 4, str. 21-30.
54. Spira Laura F., Page Michael: Risk Management: The Reinvention of Internal Control and the Changing Role of Internal Audit. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 16(2003), 4, str. 640-661.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=483743](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=483743)], 5. 5. 2004.
55. Stulz Rene: Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1996), 3, str. 8-24.
56. Van Greuning Hennie, Brajnovic Bratanovic Sonja: *Analyzing and Managing Banking Risk. A Framework for Assessing Corporate Governance and Financial Risk*. Second ed. Washington (D.C.): World Bank, 2003. 367 str.
57. Walder Roger: *Integrated Market and Credit Risk Management of Fixed Income Portfolios*. Working Paper. Lausanne: University of Lausanne (HEC), 2003. 68 str.  
[URL: <http://www.gloriamundi.org/picsresources/rw.pdf>], 3. 5. 2004.

## VIRI

1. Banka Slovenije [URL: <http://www.bsi.si>], 26. 4. 2004.
2. Direktiva Evropske komisije 85/611/EEC z dne 20. 12. 1985 – uradno prečiščeno in dopolnjeno besedilo. CONSLEG. Bruselj: Office for Official Publications of the European Communities, (2002), 1985L0611, 44 str.
3. Direktiva evropskega parlamenta in Evropske komisije 2001/107/EC z dne 21. 1. 2002. Official Journal of the European Communities. Bruselj: Evropska komisija, 2002, 41, str. 20-34.
4. Direktiva evropskega parlamenta in Evropske komisije 2001/108/EC z dne 21. 1. 2002. Official Journal of the European Communities. Bruselj: Evropska komisija, 2002, 41, str. 35-42.
5. European Community Directive on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS). Luxembourg: KPMG, 2003. 6 str.
6. European Federation of Investment Funds and Companies (FEFSI). [URL: <http://www.fefsi.org>], 15. 4. 2004.
7. Investment Management Association (IMA). [URL: <http://www.investmentfunds.org.uk/>], 26. 3. 2004.
8. Interna gradiva družbe NLB Skladi, d.o.o.
9. Investment Company Institute. [URL: <http://www.ici.org>], 4. 5. 2004
10. Mutual Fund Fact Book 2004. Investment Company Institute. [URL: <http://www.ici.org/statements/res/index.html>], 20. 6. 2004
11. Mutual Fund Fact Book 2003. Investment Company Institute. [URL: <http://www.ici.org/statements/res/index.html>], 4. 5. 2004
12. Mutual Fund Fact Book 2002. Investment Company Institute. [URL: <http://www.ici.org/statements/res/index.html>], 4. 5. 2004
13. Portal evropske zakonodaje (Eur-Lex). [URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/en/index.html>], 22. 4. 2004.
14. Prospekti z vključenimi pravili upravljanja vzajemnih skladov družbe NLB Skladi, d.o.o.
15. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov – GIZ. [URL: <http://www.zdu-giz.si>], 10. 4. 2004.
16. Spletna stran portala vzajemnih skladov Vzajemci.com. [URL: <http://www.vzajemci.com>], 15. 1. 2005.
17. UCIT Investment and borrowing restrictions. NON-UCITS Investment and borrowing restrictions. Dublin: Deloitte & Touche, 2002. 5 str.



18. World Bank. [URL: <http://www.worldbank.org>], 26. 4. 2004.
19. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) (Uradni list RS, št. 6/94)
20. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS, št. 110/02, 73/03 in 32/04)
21. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) (Uradni list RS, št. 6/94, 31/00 in 52/02)
22. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1A). (Uradni list RS, št. 42/04)
23. Združenje evropskih borz vrednostnih papirjev (Federation of European Securities Exchanges). [URL: <http://www.fese.be>], 25. 3. 2004.



## **PRILOGE**



## **PRILOGA 1:**

### **Izvleček pomembnejših členov UCITS direktive**

#### **1. člen – Definicija**

Direktiva ureja finančne posrednike, ki zbirajo sredstva široke javnosti in jih vlagajo v širok portfelj prenosljivih vrednostnih papirjev, pri čemer na zahtevo vlagatelja odkupijo delnice ali enote premoženja. Izključuje zaprte investicijske sklade.

#### **3. člen – Lokacija**

Sklad mora delovati v isti državi članici, kjer je registriran njegov sedež, oziroma sedež upravitelja sklada. Sedež skrbnika sklada mora biti v isti državi članici.

#### **10. člen - Neodvisnost**

Upravitelj sklada in njegov skrbnik morata biti ločeni pravni osebi.

#### **14. člen – Uvrstitev na borzo vrednostnih papirjev<sup>28</sup>**

Če je 80-100 % delnic sklada uvrščenih na organiziran trg vrednostih papirjev, skladu ni treba imeti skrbnika. Taki skladi morajo sami skrbeti, da sprememba vrednosti njihovih delnic ne preseže 5 % glede na čisto vrednost sredstev. V tem primeru morajo skladi dvakrat mesečno opraviti revizijski pregled, s čimer zagotovijo pravilnost izračuna vrednosti delnic.

#### **19. člen - Naložbena politika UCITS skladov**

90 % naložb sklada morajo sestavljati vrednostni papirji, ki so uvrščeni na borzi, ali s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Sklad se ne sme zadolžiti več kot 10 % vrednosti sklada<sup>29</sup>, pri čemer morajo instrumenti zadolževanja imeti značilnosti dolžniških vrednostnih papirjev. Sklad ne sme imeti več kot 10 % vrednosti sklada vloženih v vrednostne papirje, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu

---

<sup>28</sup> Uporaba člena je v celoti prepuščena diskreciji posamezne države članice.

<sup>29</sup> Država članica lahko določi, da je dovoljeno več kot 10-odstotno zadolževanje.

vrednostnih papirjev in ne sme vlagati sredstev v plemenite kovine ali vrednostne papirje, ki jih predstavljajo.

## **21. člen – Naložbe v izvedene finančne instrumente**

Sklad lahko vlaga v izvedene finančne instrumente kot mehanizme za obvladovanje obrestnega in/ali deviznega tveganja<sup>30</sup>.

## **22. – 25. člen – Omejitve naložbene politike skladov**

Sklad ne sme vložiti več kot 5 % sredstev v papirje enega samega vlagatelja<sup>31</sup>.

To omejitev lahko posamezna država članica zniža do 100 %, če gre za vrednostne papirje, katerih izdajatelj (ali nosilec jamstva) je ta oziroma druga država članica ali država nečlanica, lokalna skupnost ali mednarodna javna organizacija, katere članica je država članica, ki zakon predpisuje, pri čemer posamezna naložba ne sme presegati 30 % vrednosti sklada in pri čemer mora sklad imeti vsaj 6 različnih naložb.

Vlaganje v druge sklade, ki jih upravljajo druge družbe za upravljanje, je dovoljeno le, če gre za sklad, ki je specializiran za vlaganje v neko geografsko področje ali panogo.

Sklad ne sme pridobiti deleža v izdaji vrednostnega papirja, ki bi skladu omogočil obvladujoč vpliv na izdajatelja vrednostnih papirjev, ali deleža, ki presega 10 % izdaje vrednostnega papirja (10 % glasovalnih pravic, 10 % izdaje dolžniškega vrednostnega papirja ali 10 % delnic drugega investicijskega sklada)<sup>32</sup>.

## **27. člen – Prospekt**

Sklad mora objaviti prospekt ter letno in polletno poročilo o poslovanju sklada. Prospekt mora biti opremljen s tekočimi informacijami o poslovanju sklada. Letno poročilo mora biti revidirano.

---

<sup>30</sup> Država članica lahko uvede dodatne pogoje in omejitve obsega uporabe teh instrumentov.

<sup>31</sup> Glej opombo 1. Omejitev 5 % lahko država članica dvigne na 35 %, če gre za instrumente z državnim ali paradržavnim jamstvom.

<sup>32</sup> Omejitev se lahko zniža, če je izdajatelj vrednostnih papirjev država ali lokalna skupnost oziroma če nosijo vrednostni papirji državno jamstvo.

### **34. člen – Cena delnice (enote premoženja)**

Sklad mora javno objaviti nakupno in prodajno ceno vrednosti enote premoženja vsaj dvakrat mesečno<sup>33</sup>.

### **36. člen – Zadolževanje**

Sklad se lahko začasno zadolži do višine 10 % z namenom pridobitve nepremičnega premoženja in lahko najame posojilo za namen nakupa tuje valute.

### **41. člen – Posojanje**

Sklad ne sme posojati sredstev ali biti jamstvena stranka v procesu posojanja sredstev. Enaka omejitev velja za upravitelja sklada in skrbnika sklada.

### **44. – 46. člen - Trženje in oglaševanje**

Sklad mora slediti določbam predpisov posamezne države članice v zvezi s trženjem in oglaševanjem skladov, če ga trži zunaj države, kjer je ustanovljen.

---

<sup>33</sup> Država članica lahko zniža obveznost objave nakupne in prodajne cene na objavo enkrat mesečno.





## PRILOGA 2:

### Slovarček slovenskih prevodov tujih pojmov, ki so bili uporabljeni v magistrskem delu

**account maintenance fee** – stroški vodenja investicijskega računa

**asset allocation** – odločitev o razporeditvi sredstev med različne vrste finančnih instrumentov, različne geografske regije in/ali gospodarske panoge

**asset allocation funds** – sklad alokacije sredstev

**back-end load** – izstopna provizija, izstopni strošek

**balanced fund** – uravnoteženi (kombinirani) sklad

**benchmark** – primerjalna osnova za ocenjevanje uspešnosti sklada, npr. drug sklad ali borzni indeks s podobno naložbeno sestavo

**bond fund** – obvezniški sklad

**closed-end investment company** – zaprti investicijski sklad, investicijska družba

**deferred sales charge** – izstopna provizija, izstopni strošek

**discretionary portfolio management** – upravljanje z individualnimi portfelji posameznih vlagateljev (po ZISDU-1A gre za upravljanje premoženja dobro poučenih vlagateljev)

**equity fund** – delniški sklad

**exchange fee** – strošek prehoda med vzajemnimi skladi

**feeder fund** – feeder sklad; sklad, ki vlaga vse svoje premoženje v drug sklad, podobno kot sklad skladov, le da imata v primeru feeder sklada oba sklada enega samega upravljavca

**fixed-income fund** – sklad stalnega donosa

**front-end load** – vstopna provizija, vstopni strošek

**future** – pogodba o prodaji

**global fund** – globalni sklad, ki vlaga v vrednostne papirje izdajateljev z vsega sveta

**hedging** – zavarovanje pred tveganji

**hedge fund** – hedge sklad; sklad z velikim deležem zasebnega lastništva s strani upravljavca ali enega delničarja sklada, vlagajo lahko v skoraj neomejeno število trgov in vrst finančnih instrumentov, vključujoč nepokrite prodaje in nakupe (angl. *short / long exposures*), in niso predmet regulatornega nadzora.

**home-state regulation** – nadzor s strani države, kjer ima družba sedež

**host-state regulation** – nadzor s strani države, kjer družba posluje (zunaj države, kjer ima sedež)

**investment fund** – investicijski sklad

**junk bond** – obveznica visoko tveganega podjetja z nizko kreditno oceno, ki prinaša visok donos

**letter-box entity** – družba, ki formalno obstaja le na papirju in ne opravlja nobene dejavnosti

**management fee** – upravljavska provizija

**market timing** – uravnavanje denarnih sredstev portfelja, ki predstavljajo netvegano in nedonosno naložbo v pričakovanju rasti ali padanja kapitalskih trgov

**money market fund** – sklad instrumentov denarnega trga

**mutual fund** – vzajemni sklad

**net asset value** – čista vrednost sredstev

**open-end investment company** – odprti investicijski sklad, vzajemni sklad

**out-of-the-money** – lastnost opcije, pri kateri je verjetnost dogodka, ob katerem bi se izplačalo unovčiti opcijo, zelo nizka

**purchase sales charge** – vstopna provizija, vstopni strošek

**put opcija** – možnost prodaje finančnega instrumenta ali dobrine po vnaprej določeni ceni v nekem obdobju

**redemption fee** – izstopna provizija, izstopni strošek

**sector fund** – panožni sklad

**security selection** – izbira posameznega vrednostnega papirja (ali izdajatelja) v portfelju

**sensitivity analysis** – analiza občutljivosti modela

**short posli** – nekrute prodaje vrednostnih papirjev, ko prodajalec ob sklenitvi prodajnega posla ni imetnik finančnih instrumentov, ki so predmet prodaje

**survivorship bias** – pristranskost zaradi izključitve neuspešnih subjektov iz analize

**swap** – pogodba o zamenjavi

**timing** – investicijska politika s poudarjeno izbiro časovne komponente nalaganja premoženja v delnice ali obveznice

**threshold value** – mejna, kritična vrednost

**UCITS (undertakings for collective investment in transferrable securities)** – podjetje (institucija, podjetje) za skupinsko vlaganje v prenosljive vrednostne papirje