

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

**MESTO IN VLOGA VZAJEMNIH SKLADOV MED FINANČNIMI POSREDNIKI**

**Ljubljana, maj 2005**

**Simona NOVAK**

## **IZJAVA**

Študentka Simona NOVAK izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 23.05.2005

Simona Novak

## KAZALO

<b>1. UVOD.....</b>	<b>1</b>
<b>2. FINANČNI SISTEM.....</b>	<b>4</b>
<b>2.1. Finančni trgi.....</b>	<b>5</b>
2.1.1. Trg kapitala.....	6
2.1.2. Denarni trg.....	8
<b>2.2. Finančne institucije.....</b>	<b>9</b>
2.2.1. Delitev finančnih institucij.....	9
2.2.2. Centralna banka.....	11
<b>2.3. Finančni instrumenti.....</b>	<b>13</b>
<b>3. FINANČNI POSREDNIKI.....</b>	<b>14</b>
<b>3.1. Zakaj finančni posredniki?.....</b>	<b>14</b>
<b>3.2. Funkcije, ki jih opravljajo finančni posredniki.....</b>	<b>16</b>
3.2.1. Zniževanje informacijskih in transakcijskih stroškov.....	16
3.2.2. Likvidnost in cenovno tveganje.....	17
3.2.3. Preoblikovanje sredstev.....	18
3.2.4. Ostale funkcije.....	19
<b>3.3. Depozitni finančni posredniki.....</b>	<b>20</b>
<b>3.4. Nedeponitni finančni posredniki.....</b>	<b>21</b>
3.4.1. Investicijski finančni posredniki.....	22
3.4.1.1. <i>Investicijski skladi</i> .....	22
3.4.2. Pogodbeni finančni posredniki.....	26
3.4.2.1. <i>Zavarovalnice</i> .....	26
3.4.2.2. <i>Pokojninski skladi</i> .....	28
<b>3.5. Finančni posredniki v Sloveniji.....</b>	<b>30</b>
3.5.1. Pred letom 1991.....	30
3.5.2. Po letu 1991.....	34
<b>4. VZAJEMNI SKLADI NA RAZVITEM FINANČNEM TRGU (ZDA).....</b>	<b>37</b>
<b>4.1. Izhodišča.....</b>	<b>38</b>
4.1.1. Zakaj vzajemni sklad?.....	38
4.1.2. Kaj je vzajemni sklad?.....	39
<b>4.2. Značilnosti vzajemnih skladov.....</b>	<b>40</b>
4.2.1. Likvidnost in cena.....	40
4.2.2. Stroški in provizije.....	41
4.2.3. Prednosti vlaganja v vzajemne sklade.....	43
4.2.4. Slabosti vlaganja vzajemnih skladov.....	44

4.2.5. Informacije o vzajemnih skladih.....	45
<b>4.3. Pojavne oblike vzajemnih skladov.....</b>	<b>46</b>
4.3.1. Pregled gibanja vrst vzajemnih skladov v zadnjih 30-ih letih.....	47
4.3.2. Vrste vzajemnih skladov.....	49
4.3.3. Vzajemni skladi s katerimi se trguje na borzah (»Exchange – Traded Funds«).....	55
<b>4.4. Zakonodaja in nadzorne institucije.....</b>	<b>55</b>
<b>4.5. Velikost in sestava trga.....</b>	<b>57</b>
4.5.1. Struktura trga glede na vrsto finančne institucije.....	59
4.5.2. Uporaba interneta.....	60
<b>5. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI.....</b>	<b>62</b>
5.1. Nastanek in razvoj vzajemnih skladov v Sloveniji.....	62
5.2. Zakonska ureditev poslovanja vzajemnih skladov.....	63
5.3. Trg vzajemnih skladov v letu 2004.....	66
5.3.1. Trg vzajemnih skladov v letu 2004 v primerjavi z letom 2003.....	66
5.3.2. Tržni deleži družb, ki upravljajo vzajemne sklade.....	70
<b>6. VPLIV VZAJEMNIH SKLADOV NA SPREMEMBO BANČNEGA POSLOVANJA.....</b>	<b>71</b>
<b>6.1. Tradicionalna vloga banke.....</b>	<b>71</b>
6.1.1. Banka kot finančni posrednik.....	72
6.1.2. Razvoj banke od njene tradicionalne vloge do moderne bančne strukture.....	73
<b>6.2. Spremenjena, moderna banka.....</b>	<b>75</b>
<b>6.3. Vzajemni skladi kot alternativa bančnim depozitom.....</b>	<b>77</b>
<b>7. SKLEP.....</b>	<b>78</b>
<b>8. LITERATURA IN VIRI.....</b>	<b>80</b>
8.1. Literatura.....	80
8.2. Viri.....	83
<b>9. PRILOGE.....</b>	<b>I</b>
9.1. Seznam internetnih strani, ki ponujajo dobre informacije o vzajemnih skladih na ameriškem tržišču.....	I
9.2. Slovar tujih izrazov, ki so uporabljeni v magistrskem delu.....	I

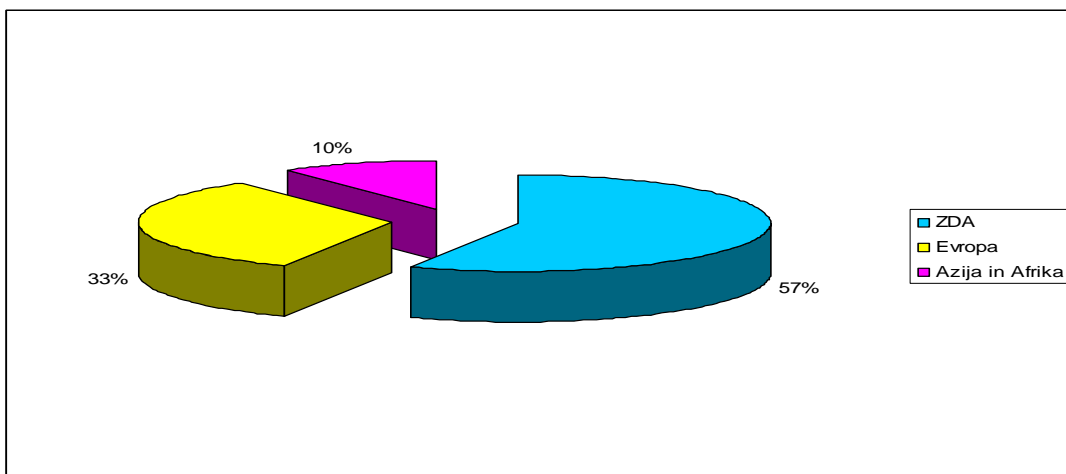
## 1. UVOD

*Prvi ameriški vzajemni sklad* je bil ustanovljen leta 1924 v Bostonu. V prvih letih je bil razvoj zelo počasen; leta 1970 je bilo na trgu le 370 vzajemnih skladov, v drugi polovici 20. stoletja, predvsem pa v zadnjem desetletju, pa je razvoj doživel izjemen razmah. Razlogov za takšen razcvet trga vzajemnih skladov tako v velikosti kot številu investitorjev je bilo več. V ospredju sta predvsem dva:

- visok porast tržne vrednosti finančnih aktiv v devedesetih letih, (S&P 500 indeks<sup>1</sup> je imel tako na primer v l. 1997 in 1998 kar 25 % donosnost);
- relativno nizki stroški za investitorje (predvsem imamo v mislih majhne investitorje) (Saunders, 2003, str. 103).

*Obseg sredstev* je porasel na ameriškem trgu vzajemnih skladov z dveh milijard USD v letu 1949 (Pirtovšek, 2003, str. 1) na 7.414 milijard USD konec leta 2003 (Mutual Fund Fact Book, 2004, str. 1). V svetovnem merilu pa je obseg znašal 14.000 milijard USD konec leta 2003. Znesek 14.000 milijard USD vsebuje 7.400 milijard na ameriškem tržišču in 6.500 milijard na drugih, skupno 38-ih tržiščih. Evropski trgi predstavljajo 4.600 milijard ali 33 % celotnega svetovnega tržišča. Francija in Luxemburg predstavljata z obsegom sredstev 1.100 milijard USD vsak drugo in tretje tržišče v svetovnem in prvo tržišče v evropskem merilu (Mutual Fund Fact Book, 2004, str. 42).

**Slika 1: Struktura vzajemnih skladov po celinah**



Vir: Mutual Fund Fact Book, 2004, str. 42

<sup>1</sup> Standard & Poor's 500 je tržni indeks, sestavljen iz 500 delnic uveljavljenih podjetij (400 industrijskih podjetij, 40 finančnih, 40 javnih in 20 transportnih podjetij) (A commonsense guide to Mutual funds, 1996, str. 15). Pogosto se uporablja kot primerjava za uspešnost delniškega trga pa tudi kot osnova za izvedene finančne instrumente. Vrednost indeksa je ponderirana s tržno vrednostjo, medtem ko je DJIA („Down Jones Industrial Average“), ki je dejansko najbolj poznano merilo za uspešnost (Bodie et al., 2005a, str. 51), ponderiran s ceno delnice.

*Prvi začetki vzajemnih skladov na sploh* pa segajo v Anglijo, in sicer v srednje obdobje 19. stoletja. Leta 1868 je bila ustanovljena prva družba (»Foreign and Colonial Government Trust«), katere dejavnost je vsebovala prvine današnjih vzajemnih skladov. Manjšim investitorjem je namreč omogočala primerljivost z velikimi tako, da je razpršila celotno vrednost naložbe v več različnih vrednostnih papirjev (Mutual Fund Fact Book, 2004, str. 4).

S spremembami v gospodarstvu, to je z znižanjem stopnje inflacije in obrestnih mer, je tudi *slovenski finančni trg* dozorel za uvedbo nove oblike finančnih institucij, to je vzajemnih skladov. Nekatere borznoposredniške hiše so v l. 1992 ustanovile prve vzajemne sklade. Glede na nezaupljivost slovenskih varčevalcev do trga kapitala, ki je bil v določeni meri tudi upravičena (primer Dadas), je vladala v prvih letih poslovanja velika stopnja previdnosti in zadržanosti, hkrati pa širše množice ljudi sploh niso poznale nove oblike varčevanja. V zadnjem obdobju pa se obseg povečuje, kar kažejo tudi statistike, kar pomeni, da vzajemni skladi vedno bolj predstavljajo alternativno obliko varčevanj v bankah.

V magistrskem delu želimo opredeliti mesto in vlogo vzajemnih skladov med finančnimi posredniki, hkrati pa nas zanima povezava med dvema finančnima posrednikoma, to je vzajemnim skladom in poslovno banko.

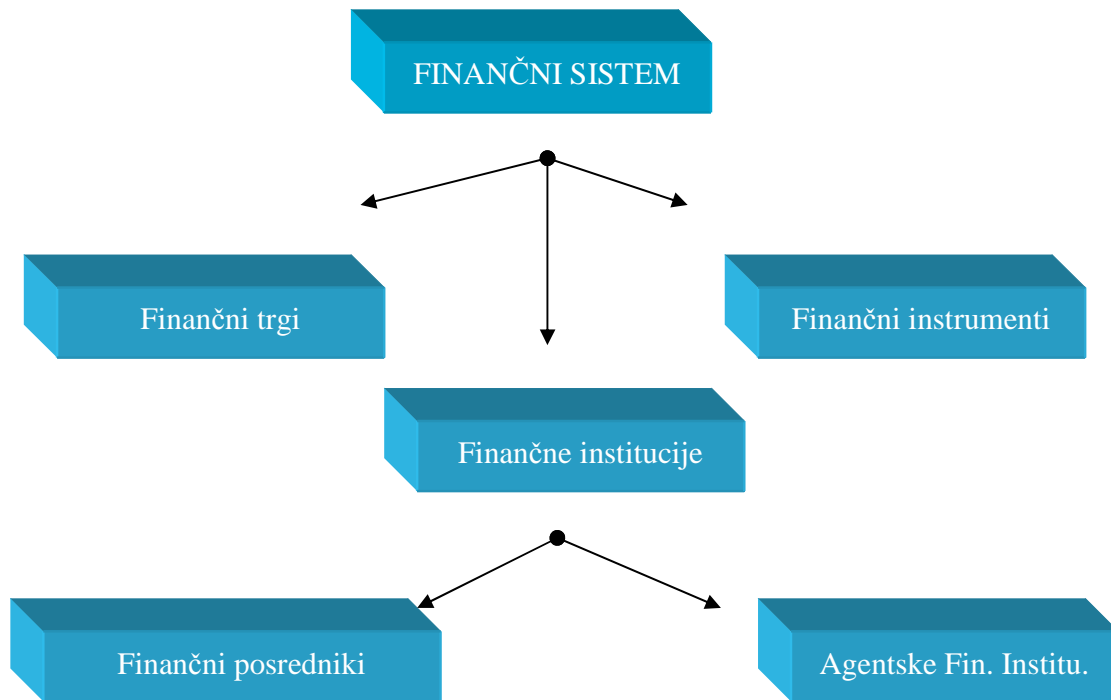
Med finančnimi institucijami, ki so sestavni del finančnega sistema, se vzajemni skladi uvrščajo med *finančne posrednike* (glej Sliko 2, na str. 3), in sicer neposredno med investicijske sklade.

**Vzajemni skladi** (»*mutual funds*«) so finančni posredniki, in sicer odprti investicijski skladi, ki preko javne prodaje investicijskih kuponov zbirajo sredstva individualnih investitorjev in podjetij za investiranje le-teh v vrednostne papirje, tako dolžniške kot lastniške. Varčevanje v vzajemnih skladih predstavlja dolgoročno naložbeno obliko.

Delo je strukturirano tako, da izhajamo iz najširšega okvira nato pa nas ožje opredelitve postopoma privedejo do osrednjega področja, to je vzajemnih skladov.

Ciljev dela je več. *Prvi cilj* je prikazati širši prostorski okvir vzajemnih skladov, in sicer prikaz finančnega sistema, pri čemer posebej obravnavamo delitev finančnih trgov in finančnih institucij ter vlogo centralne banke. *Drugi cilj* je prikaz in opredelitev finančnih posrednikov, kamor se vzajemni skladi v širšem smislu uvrščajo v svetu in v Sloveniji; pri slednji nas zanima razlika med finančnimi posredniki pred osamosvojitvijo Slovenije in po njej. *Tretji cilj* je opredelitev vzajemnih skladov na dveh popolnoma različnih finančnih trgih, to je na visoko razvitem ameriškem in na razvijajočem se slovenskem. Kot *četrti cilj* naloge pa je prikazati povezanost vzajemnih skladov in poslovnih bank, in sicer preko vpliva vzajemnih skladov na spremembo načina poslovanja bank.

**Slika 2: Mesto finančnih posrednikov v finančnem sistemu**



Vir: lastni prikaz avtorice

Na podlagi tako opredeljenega večplastnega cilja podajamo *osnovno hipotezo*, da je razvoj vzajemnih skladov v določeni meri vplival na spremembo tradicionalne vloge banke.

Delo je razdeljeno na sedem vsebinskih sklopov. *Uvodnemu delu* sledi v *drugem poglavju* predstavitev širšega okvira delovanja vzajemnih skladov, to je finančnega sistema. Vsak finančni sistem je, ne glede na to, ali je dosegel visoko stopnjo razvoja ali ne, sestavljen iz treh osnovnih elementov, in sicer finančnega trga, finančnih institucij in finančnih instrumentov. Razvitost in število finančnih institucij in znotraj le-teh razvitost in število finančnih instrumentov določajo razvitost finančnih trgov in s tem finančnega sistema določenega gospodarstva.

Finančnemu sistemu sledi v *tretjem poglavju* podrobnejša opredelitev enega izmed dveh osnovnih stebrov finančnih institucij, to je finančnih posrednikov. S pojavom indirektnih financ in s tem finančnega posredništva so se zaradi doseganja ekonomije obsega znižali tako transakcijski stroški kot tudi stroški iskanja, pridobivanja in preverjanja informacij, hkrati pa so finančni posredniki zmanjšali teže še cele vrste drugih težav, ki so povezane z direktnim investiranjem na finančnih trgih. V *četrtem poglavju* bomo opredelili položaj vzajemnih skladov na razvitem finančnem trgu, to je ameriškem. Predstavili bomo osnovna izhodišča kot tudi

značilnosti, pojavne oblike, zakonodajo, trg in nazadnje tudi povezanost vzajemnih skladov z globalnim medijem, to je internetom.

Slovenski trg vzajemnih skladov si bomo pogledali v *petem poglavju*, ki ga bomo proučili z raznih vidikov in tudi z vidika poslovanja v letu 2004 (v primerjavi z letom 2003). Pri tem pa moramo vedeti, da je storitev vzajemnih skladov na slovenskem finančnem trgu kljub razcvetu v letu 2004 še vedno nova storitev, ki si šele utira pot med varčevalci in išče svoj prostor v gospodarstvu. V *šestem poglavju* bomo dejstva predhodnih poglavij poskušali povezati in tako potrditi hipotezo, da so imeli vzajemni skladi določeno vlogo pri preoblikovanju tradicionalne vloge banke v moderno bančno strukturo.

Rezultate dela oziroma osnovne hipoteze bodo predstavljeni v *sklepnem poglavju*.

## 2. FINANČNI SISTEM

**Finančni sistemi** (*»financial systems«*) držav, ki delujejo v razvitih tržnih gospodarstvih, so sestavljeni iz treh osnovnih gradbenih kamnov, in sicer *finančnih trgov*, *finančnih institucij* in *finančnih instrumentov*. S svojim delovanjem omogočajo prenos finančnih prihrankov od gospodarskih subjektov, pri katerih ti prihranki nastajajo, h gospodarskim subjektom, ki potrebujejo dodatna finančna sredstva za financiranje svojih potreb (Prohaska, 1999, str. 3).

Posamezni avtorji delijo finančne sisteme razvitih držav v dve skupini, in sicer *tržno* in *bančno* usmerjene finančne sisteme ali gospodarstva (*»market and banking economies«*). Za tržno usmerjene finančne sisteme je značilna visoka razvitost finančnih trgov, v bančno usmerjenih finančnih sistemih pa ti trgi niso tako močno razviti, zato kot osrednje bančne institucije močno izstopajo banke (Prohaska, 1999, str 3).

Ribnikar opredeljuje bančne finančne sisteme kot sisteme, ki se financirajo povečini preko bank, to je njihovih posojil. Ribnikar ob tem citira Levina, ki te sisteme deli podobno kot Prohaska na *gospodarstva, ki temeljijo na bankah* (*»bank-based economies«*) ter tržne finančne sisteme ki jih opredeljuje kot sisteme, kjer se podjetja v večji meri financirajo preko finančnih trgov, ali *sisteme, ki temeljijo na trgih* (*»market-based economies«*) (Levin, Ribnikar, 2000, str. 72)<sup>2</sup>.

V literaturi najdemo tudi razdelitev finančnih sistemov na *domače* (*»domestic«*) in *mednarodne* (*»international«*) finančne sisteme. Roberts opisuje mednarodni finančni sistem, kot skupek

---

<sup>2</sup> Podobne, vendar ne povsem enake izraze uporabljajo v francoščini. Bruneel na primer uporablja enak izraz ko govori o tržnem gospodarstvu (*»L'economie de marche«* ali *»L'economie de marche financiers«*). Ko pa govori o bančnem gospodarstvu, pa ne uporablja enakega izraza, temveč govori o gospodarstvu dolgov ali zadolžitev (*»L'economie d'endettement«*) (Bruneel, 1992, str. 141).



pravil, dogovorov, sporazumov in institucij, znotraj katerih delujejo mednarodni finančni trgi in podjetja (Roberts, 1999, str. 1)<sup>3</sup>.

Vsak finančni sistem vsebuje **tri osnovne funkcije** (Roberts, 1999, str. 1):

- omogoča plačilni promet;
- vzdržuje stabilno vrednost denarja in
- postavlja merila za razmejena plačila »(deferred payments«).

## **2.1. FINANČNI TRGI**

Ribnikar pojem **finančnih trgov** (»*financial markets*«) razvije preko pojma financ in sicer:

»Finance so vse, kar omogoča, da imamo na eni strani gospodarske celice s presežkom finančnih sredstev in na drugi strani gospodarske celice s primanjkljajem finančnih sredstev. Finančno premoženje torej kaže prepletenost med gospodarskimi celicami, in sicer prek terjatev in obveznosti (dolgov). Na finančnih trgih (»*financial markets*« angleško, »*Finanzmarkte*« nemško, »*les marches financies*« francosko) se trguje s tem finančnim premoženjem« (Ribnikar, 1995, str. 38).

Mramor povezuje finančne trge s finančnimi institucijami, in sicer pravi, da predstavljajo finančni trgi s finančnimi institucijami mehanizem, ki omogoča prenos prihrankov od ekonomskih subjektov, ki varčujejo (običajno je to prebivalstvo) na tiste, ki investirajo v produktivne namene (običajno je to gospodarstvo) (Mramor, 1993, str. 65).

Prohaska pa pravi, da gre za prenos tistih prihrankov, ki jih gospodarske celice ne porabijo za tekoče potrebe in financiranje lastnih investicij, ampak jih obdržijo v določeni finančni obliki in jih imenujemo finančni prihranki oziroma *finančni presežki* (Prohaska, 1999, str. 4). Potreba suficitnih gospodarskih celic po nalaganju prihrankov v finančne naložbe pa se ne more uresničiti, če v gospodarstvu istočasno ne obstajajo celice, katerih prihranki so prenizki, da bi pokrile tekoče potrebe in financirale investicije. Takšne celice imajo *finančni primanjkljaj* (Prohaska, 1999, str. 4).

Finančni trgi so od vseh svetovnih trgov eni od najbolj zanimivih in pomembnih trgov. Zanimivi so, ker so zapleteni. Zanimivost in privlačnost pa jim povečuje tudi dejstvo, da lahko »ustvarijo ali uničijo« ogromne vsote finančnega premoženja.

---

<sup>3</sup> Več o mednarodnem finančnem sistemu Roberts (Roberts, 1999, str. 1-30).

Finančni trgi so globoko povezani z vsemi ostalimi ekonomskimi trgi, vanje so vključena tako podjetja, država in njene institucije kot posamezniki. Vzpostavljajo sistem, po katerem podjetja pridobivajo sredstva za nemoteno opravljanje svoje dejavnosti, omogočajo financiranje državnih izdatkov<sup>4</sup>, hkrati pa finančni trgi vsebujejo mehanizme, ki omogočajo posamezniku da ohranja ali povečuje vrednost svojega premoženja. Vsak potrošnik lahko namreč uporabi instrumente finančnih trgov za izboljšanje svojega materialnega standarda. Dobičke, ki jih ustvari na drugih ekonomskih trgih lahko na finančnih trgih oplemeniti oziroma naloži za prihodnost. Pomembnost finančnih trgov se zanje kaže v njihovi tesni povezanosti z vsemi njihovimi potrošnimi odločitvami, tako v zasebnem kot poslovnem življenju.

Hitrost sprememb je na finančnih trgih izjemna. Neprenehoma se pojavljajo novi finančni instrumenti, ki so v veliki meri odziv finančnih institucij, podjetij, države in ostali akterjev na potrebe trga oziroma na nezadovoljene potrebe investitorjev tako institucionalnih kot individualnih. Na drugi strani pa so mnoge finančne inovacije tudi odgovor na državne poskuse reguliranja finančnega sistema (na primer določilo Q<sup>5</sup>).

Poznamo celo vrsto različnih **delitev finančnih trgov**. In sicer trg *dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev* (*»debt and equity market«*), *primarni in sekundarni trg* (*»primary and secondary market«*), *trg kapitala in denarni trg* (*»capital and money market«*), *domači in mednarodni* (*»domestic and international market«*) v zadnji dekadici pa tudi *promtni in izvedeni ali terminski trg* (*»spot and derivate market«*) ter *trg delniških in obvezniških indeksov* (*»stock and bond market indexes«*).

V nadaljevanju se omejujemo le na opredelitev kapitalskega in denarnega trga, kot ene izmed osnovnih delitve finančnih trgov.

### 2.1.1. Trg kapitala

**Trg kapitala** (*»capital market«*) v širšem smislu pomeni finančni trg na katerem se trguje z vsemi dolgoročnimi finančnimi instrumenti. Izpeljano definicijo kapitala v ožjem smislu najdemo pri Ribnikarju, ki navaja:

»Iz finančnega trga izločimo del, kjer gre za dolgoročna posojila (za več kot eno leto) in za trajna »posojila« (»posojilodajalec« postane solastnik podjetja – do njega ima *»residual claim«*) – in to sodi k trgu kapitala. Vendar spet ne jemljemo vsega tega. Kjer gre za bilateralne kreditne odnose in se torej kreditni odnos ne izraža z vrednostnim papirjem – tega praviloma ne štejemo k trgu kapitala. K trgu kapitala štejemo tista dolgoročna posojila in tista »trajna posojila«, kjer gre za trg

---

<sup>4</sup> Država ima poleg aktivne vloge uporabnika finančnih sredstev na finančnih trgih tudi posebno in izjemno pomembno vlogo **regulatorja finančnega sistema**, predvsem z zakonodajo in svojimi finančnimi institucijami.

<sup>5</sup> Podrobneje o tem v 6. poglavju.

(za »odprti« trg) kjer je vse, kar je pomembno za obe strani, napisano na vrednostnem papirju, ki ga lahko vsakdo kupi. Višina obresti ali donosnost papirja je odvisna od tveganja, ki ga potencialni upniki pripisujejo temu papirju, to je njegovemu izdajatelju« (Ribnikar, 1994, str. 76). Trg kapitala v ožjem smislu tako pomeni trgovanje z dolgoročnimi *lastniškimi* (»*equity securities*«) in *dolžniškimi* (»*debt securities*«) vrednostnimi papirji. Izdajatelji teh papirjev so lahko podjetja, banke in druge poslovne institucije, država in njene agencije oziroma institucije, občine.

Pogosto delijo trg kapitala na trg posojil in trg vrednostnih papirjev tudi drugi avtorji ali pa govorijo samo o trgu kapitala v ožjem pomenu, tj. brez kreditiranja. Navajam na primer Prohaska, ki pravi: »V okviru zunanjega financiranja podjetij v svetu igra zbiranje sredstev na trgu kapitala oziroma s pomočjo vrednostnih papirjev z vidika dolgoročnega financiranja pomembno in v primerjavi s kreditnim financiranjem celo dominantno vlogo« (Prohaska, 1999, str. 55).

**Osnovna delitev trga kapitala** je na *primarni* in *sekundarni* trg. Na primarnem trgu se trguje z novo izdanimi vrednostnimi papirji. S posredovanjem izdajanja teh papirjev se, kot navaja Ribnikar, ukvarjajo bodisi posebne banke (na primer v ZDA »*investments bankers*« in v Veliki Britaniji »*merchant bankers*«) bodisi običajne banke, če so univerzalne (na primer v Nemčiji). Le-te morajo papirje spraviti v roke institucionalnih varčevalcev, kot so to pokojninski in investicijski skladi, zavarovalnice itd., ali pa v roke posameznikov. (Ribnikar, 1994, str. 76).

Mishkin definira primarni trg kot finančni trg, kjer podjetja ali država proda novo izdane vrednostne papirje, kot so to delnice ali obveznice, osnovnim kupcem (»*initial buyers*«) (Mishkin, 1997, str. 24). Primarni trgi kapitala običajno javnosti niso dobro znani, saj se prodaja vrednostnih papirjev dogaja za »zaprtimi vrati«.

Na sekundarnem trgu se trguje z že obstoječimi izdajami vrednostnih papirjev. Sekundarni trgi kapitala imajo običajno dve funkciji. S trgovanjem ohranjajo likvidnost vrednostnega papirja, hkrati pa določajo ceno papirja na primarnem trgu. Podjetja, ki kupujejo papir na primarnem trgu, namreč zanj ne bodo plačale niti tolarja več, kot predvidevajo, da bo papir vreden na sekundarnem trgu.

Sekundarni trgi so lahko organizirani na dva načina, in sicer kot borza vrednostnih papirjev (»*exchange*«), kjer se kupci in prodajalci srečujejo na eni centralni lokaciji, drugi način pa je neorganiziran trg (»*over-the-counter (OTC) market*«), kjer agenti na različnih lokacijah preko okenca prodajajo papirje vsakemu, ki je pripravljen sprejeti ponujeno ceno (Mishkin, 1997, str. 25).

Nekateri avtorji, med njimi Ribnikar in Mramor, govorijo tudi o *tercinalnem in kvartalnem* trgu kapitala. Če se papirji, ki sicer kotirajo na borzi, prodajajo na neorganiziranih trgih, se takšen trg imenuje terciarni, če pa se ti papirji prodajajo institucionalnim varčevalcem, pa govorimo o kvartalnem trgu kapitala. V literaturi se pri različnih avtorjih pojavljajo še *druge delitve trga kapitala*, kot na primer delitev na nacionalni in mednarodni trg kapitala in podobno, vendar ni namen dela, da bi jih podrobneje predstavili.

### 2.1.2. Denarni trg

**Denarni trg** (*»money market«* angleško, *»Geldmarkt«* nemško, *»marche monetaire«* Francosko in *»mercato di denaro«* italjansko) je del finančnega trga in sicer ga tvorijo institucije, instrumenti ali finančne oblike in vsi posli, kjer gre za začasno prenašanje prihrankov (tekoče večanega premoženja) ali premoženja (obstoječega premoženja) na kratek rok« (Ribnikar, 1994, str. 79). Prohaska pa opredeljuje denarni trg kot poseben del finančnega trga, sestavljenega iz finančnih institucij in instrumentov, kjer gre za prenos finančnih sredstev na kratek rok (Prohaska, 1999, str. 17).

Osnovna značilnost denarnega trga je, da omogoča prenos velikih denarnih zneskov v relativno kratkem času in z relativno nizkimi stroški. Denarni trg je nastal zaradi dejstva, ker prejemki posameznih subjektov ne sovpadajo z njihovimi izdatki. Za pokrivanje tekočih obveznosti so prisiljeni del sredstev obdržati v likvidni obliki, kar pa jim zaradi nizkega obrestovanja povzroča opurtunitene stroške. Da bi se temu izognili skušajo subjekti začasno nepotrebna likvidna sredstva plasirati v varne naložbe, ki jih je mogoče po potrebi spet spremeniti v likvidno obliko (Prohaska, 1999, str. 17).

Večina avtorjev opredeljuje denarni trg v najširšem smislu kot trg, ki obsega vse prenose kratkoročnih finančnih sredstev. Tako na primer pravi Johnson, da je denarni trg trg, kjer se prodaja in kupuje finančne instrumente z ročnostjo do enega leta (Johnson, 2000, str. 44). Denarni trg v ožjem smislu pa opredeljujejo večinoma kot trg, kjer nastopajo samo poslovne banke in centralna banka.

Literatura običajno ne navaja delitev denarnih trgov, kot jih zasledimo pri trgih kapitala, tu in tam pa vendarle zasledimo kakšno.

»Na trgu denarja se velik del pritoka prihrankov opravi, ne da bi bilo kreditno razmerje dokumentirano z listino, ki bi bila prenosljiva. V tem primeru gre za osebni ali bilateralen kreditni odnos; ta del trga imenujemo *dogovorni ali osebni trg* (*»negotiated market«*). Del denarnega trga, na katerem so dolgovi dokumentirani s prenosnimi listinami in se kupci ter prodajalci običajno ne poznajo, ker ponavadi delujejo preko borznih posrednikov in agentov, pa imenujemo *odprti trg* (*»open market«*)« (Mramor, 2000, str. 23). Johnson uporabi za delitev

denarnega trga enako delitev kot za trg kapitala, in sicer deli trge na *primarne* in *sekundarne* (kriterij delitve je znan – ali gre za nove vrednostne papirje, ali pa se je z njimi že predhodno trgovalo) (Johnson, 2000, str. 626).

Denarni trgi običajno nimajo lokacije. Gre namreč za različne računalniške oziroma sodobne telekomunikacijske sisteme, kar omogoča globalizacijo trgovanja s posameznimi finančnimi oblikami.

## **2.2. FINANČNE INSTITUCIJE**

Osnovni gradbeni kamen vsakega finančnega sistema so finančne institucije. Ribnikar opredeljuje finančne institucije v najširšem smislu kot:

»**Finančne institucije** («*financial institutions*« *angleško*, »*Finanzunternehmen*«, »*Finanzinstitute*« *ali* »*Finanzierungsinstitute*« *nemško*, »*le Institutions financieres*« *francosko*) so podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi posli v najširšem smislu. Prodajajo finančne oblike in storitve. Od nefinančnih podjetij («*nonfinancial businesses*«) se razlikujejo na primer po tem, da imajo med aktivni svoje premoženjske bilance predvsem finančno premoženje in med pasivi zlasti dolgove (Ribnikar, 1996, str. 43).

Saunders opisuje finančne institucije (med njih uvršča na primer banke, zavarovalnice, vzajemne sklade) kot institucije, ki opravljajo osnovno funkcijo finančnega posredništva, med tistimi, ki imajo presežek sredstev (ponudniki sredstev) in tistimi, ki imajo primanjkljaj sredstev (uporabniki sredstev), (Saunders et al., 2003, str. 3).

*V literaturi avtorji pogosto enačijo finančne institucije s finančnimi posredniki.*

### **2.2.1. Delitev finančnih institucij**

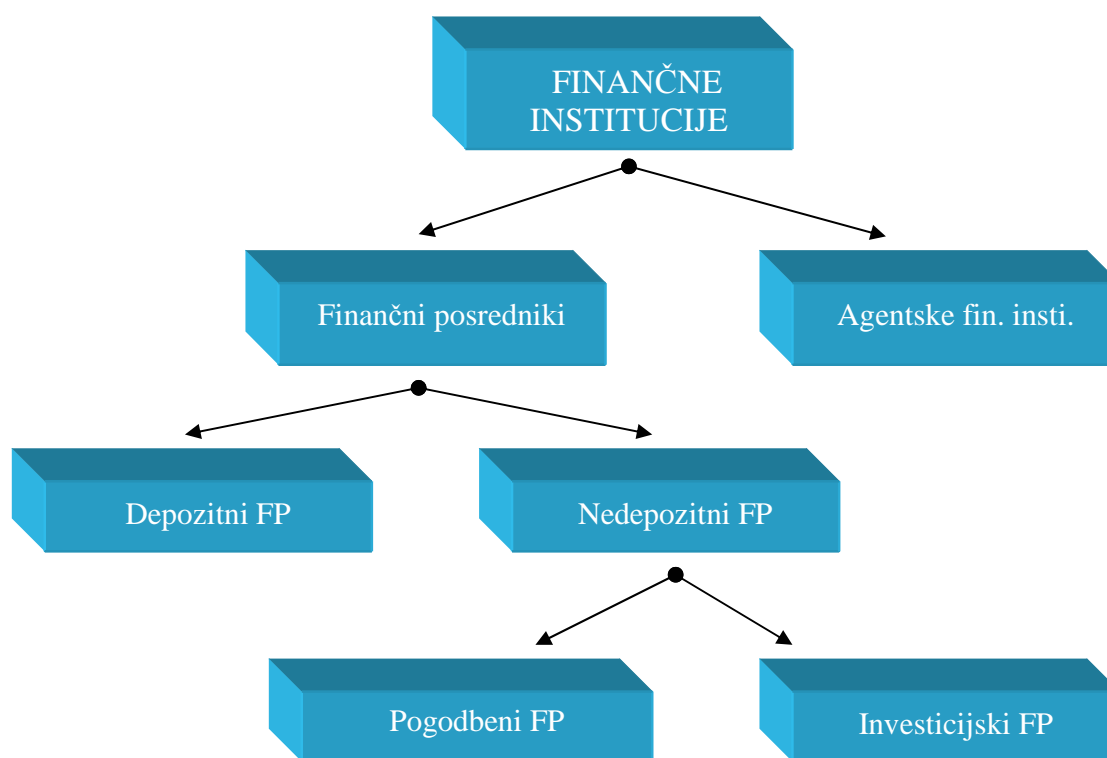
Obstajajo *različne delitve finančnih institucij*, odvisno od kriterija razdelitve, najbolj pogosto uporabljeni sta funkcionalna in institucionalna.

Po **funkcionalnem načelu** oziroma vlogi pri mehanizmu izdaje denarja v narodnem gospodarstvu razlikujemo *denarne (monetarne)* in *nedenarne finančne institucije*. V prvo skupino uvrščamo centralno banko in tisti del poslovnih bank, ki ga uvrščamo v denarni sistem, v drugo skupino pa štejemo nedenarne finančne institucije, kamor sodi nedenarni del poslovnih bank in vse ostale finančne institucije, kamor štejemo tudi vzajemne sklade. Ta delitev ne omogoča podrobnejšega vpogleda v institucije, ki se ukvarjajo s finančnim posredništvom, omogoča pa ga delitev po institucionalnem kriteriju.

Po **institucionalnem kriteriju** navajamo Ribnikarjevo delitev na *finančne posrednike ali posredovalce* (»*financial intermediaries*« angleško, »*Finanzintermediare*« nemško, »*intermediaries financiers*« francosko) in na *druge ali agentske finančne institucije* (»*agents and brokers*«), (Ribnikar, 1996, str. 43).

Agentske finančne institucije poslujejo v imenu ali za račun drugih. Njihova osnovna naloga je, da omogočijo posojilojemalcem in posojilodajalcem da se najdejo. Iz velikosti ali povečanja njihove premoženjske bilance ne moremo razbrati pomembnosti teh finančnih institucij (Ribnikar, 1996, str. 44). Njihovo glavno orožje oziroma predmet trgovanja so informacije. Med njih uvrščamo *borzne posrednike (brokers)* in *borzne trgovce* (»*dealers*«), ki so specializirani za trgovanje z vrednostnimi papirji ter *investicijske banke* (»*investment banks*«), ki sodelujejo pri izdaji vrednostnih papirjev.

**Slika 3: Delitev finančnih institucij**



Vir: Ribnikar, 1996, str. 43

Finančne posrednike razdelimo na *depozitne finančne posrednike* (poslovne banke, hranilnice, vzajemne hranilnice in kreditne zadrage) in *nedepozitne finančne posrednike*. Slednje razdelimo na pogodbene (zavarovalnice, pokojninski skladi...) in investicijske finančne posrednike

(investicijski skladi, ki jih delimo na *odprte investicijske sklade ali vzajemne sklade* in zaprte investicijske sklade ali investicijske družbe) (Ribnikar, 1996, str. 43).

Mishkin razdeli finančne posrednike na tri temeljne skupine, in sicer depozitne finančne posrednike (le-te razdeli prav tako kot Ribnikar na poslovne banke, hranilnice, vzajemne hranilnice in kreditne zadruga), pogodbene hranilnice (»contractual savings institutions«), ki jih deli na življenjske zavarovalnice (»life insurance companies«) in odškodninske in požarne zavarovalnice (»fire and casualty insurance company«) ter pokojninske sklade (»pension funds and government retirement funds«) ter na investicijske posrednike (»investment intermediaries«). To zadnjo skupino pa deli na finančna podjetja (»financial companies«), vzajemne sklade (»mutual funds«) in vzajemne sklade denarnega trga (»money market mutual funds«) (Mishkin, 1997, str. 38-42)<sup>6</sup>.

Delitev finančnih posrednikov, iz katere bomo izhajali v nadaljevanju dela, bo Ribnikarjeva.

### 2.2.2. Centralna banka

V finančnem sistemu vsake države je centralna banka osrednja in najpomembnejša finančna institucija, ki po svoji vlogi in delovanju skoraj ni primerljiva z ostalimi finančnimi institucijami.

»**Centralna, osrednja (?), nacionalna ali narodna, izdajateljska ali emisijska banka** (»*central bank*« *angleško*, »*Notenbank*«, »*Währungsbank*«, »*Zentralbank*« ali »*Zentralnotenbank*« *nemško*, »*banque centrale*« ali »*banque d'emission*« *francosko*) naj bi bila banka, ki izdaja denar« (Ribnikar, 1994, str. 225). Vendar pri tem ni edina, saj tudi poslovne banke izdajajo denar, in sicer tiste, ki sprejemajo vloge, ki jih štejemo k denarju (knjižnemu denarju), torej tiste, ki sprejemajo denarne vloge. Razlika je le v tem, da centralne banke izdajajo bankovce, medtem ko poslovne banke knjižni denar.<sup>7</sup>

»Centralna banka je banka bank in države. Njeni komitenti so lahko tudi druge pravne osebe, na primer podjetja in posamezniki, vendar predvsem kot upniki na osnovi njenih bankovcev v obtoku« (Ribnikar, 1994, str. 227).

Centralna banka je institucija, ki ne zasleduje profitnega motiva, temveč narodno gospodarske interese. Tako skrbi za pravilno količino denarja v obtoku, za zunanjo likvidnost v plačilih s tujino in nenazadnje, da država kot oblastna institucija ne postane nelikvidna pri poravnavanju svojih obveznosti podjetjem in posameznikom v državi (Slabe, 1993, str. 7). Nekateri pa so mnenja, da je centralna banka državna agencija, ki nadzoruje delovanje nacionalnega finančnega

---

<sup>6</sup> Razdelitve finančnih posrednikov se v tuji literature razlikujejo od avtorja do avtorja. Več o tem Ribnikar (Ribnikar, 1996, str. 44-45).

<sup>7</sup> Izjeme so banke (poslovne) na Škotskem in Severnem Irskem, saj tem ni prepovedano izdajati bankovcev.

sistema in kontrolira rast količine denarja v obtoku (Strgar, 2003, str. 3). Centralna banka je torej del regulativnega sistema države.

Med *najpomembnejše naloge* centralne banke se štejejo:

- kontrola količine denarja v obtoku;
- stabilizacija trga denarja in trga kapitala;
- refinanciranje bank z vlogo posojilodajalca v skrajni sili;
- skrb za funkcioniranje nacionalnega plačilnega sistema.

*Sprememba količine denarja v obtoku* je močno povezana s spremembami v gospodarski aktivnosti, zato centralna banka veskozi nadzoruje količino denarja v obtoku in jo prilagaja potrebam gospodarske politike. Lahko bi rekli, da služi narodnogospodarskim ciljem.

Druga in z narodnogospodarskega vidika izjemno pomembna naloga centralne banke je *stabilizacija trga denarja in trga kapitala*. Da bi finančni sistem, v katerem se prenašajo finančna sredstva, deloval učinkovito, mora imeti javnost zaupanje v finančne institucije in jim biti pripravljena zaupati svoje prihranke. Če je finančni trg nestanovit, z mnogimi pretresi in hitrimi spremembami obrestnih mer in tečajev vrednostnih papirjev ali če so finančne institucije nagnjene k pogostim kolapsom, javnost ne bo imela zaupanja, gospodarski subjekti si ne bodo imeli kje sposoditi denarja za svoje poslovanje, nastopili bosta gospodarska recesija in vedno večja brezposelnost. Zato vse centralne banke skrbijo za zrelost nacionalnega finančnega sistema, stabilnost nacionalnih finančnih trgov in stabilen pretok sredstev prek teh trgov (Strgar, 2003 str. 4). Znotraj te naloge centralna banka pripomore k reševanju finančnih institucij v težavah ali celo posreduje na domačem denarnem trgu in trgu kapitala.

Funkcija refinanciranja bank z vlogo posojilodajalca v skrajni sili se je razvila kot posledica negativnih izkušenj s finančnimi panikami in s tem povezani navali na banke v začetku stoletja. Z izvrševanjem te naloge imajo varčevalci zagotovilo, da bo centralna banka poskrbela, da bodo svoje bančne depozite vselej lahko zamenjali za gotovino. Banke danes za tovrstna posojila zaprosijo centralno banko tudi takrat, ko niso v tako hudih likvidnostnih težavah, da ne bi mogle preživeti.

Večina centralnih bank nadzoruje tudi plačilni promet v državi. To pomeni, da izplačujejo čeke, zagotavljajo zadostne količine bankovcev v obtoku in skrbijo za zaupanje v domačo valuto (Strgar, 2003, str. 4). Gladko in učinkovito funkcioniranje plačilnega sistema je pogoj za učinkovito funkcioniranje gospodarstva.

Poleg osnovnih nalog pa ima centralna banka tudi druge naloge (na primer vodenje računov državnega proračuna) in naloge s področja finančne statistike in obveščanja javnosti. Centralne



banke imajo običajno svojo raziskovalno ekipo, ki spremlja tekoča gospodarska in finančna gibanja ter predlaga spremembe v politiki. Centralne banke izdajajo periodično zelo veliko statističnih publikacij, poročil in študij o finančnih trgih, količinah denarja v obtoku, obrestnih merah, obsegu in strukturi kreditov v državi in narodnogospodarskih gibanjih. Večino teh publikacij, poročil in študij pa danes centralne banke objavljajo tudi na svojih internetnih straneh, tako na primer Banka Slovenije na straneh [URL: <http://www.bsi.si>.]

### 2.3. FINANČNI INSTRUMENTI

»**Finančni instrumenti** («*financial instruments*«) so finančna aktiva, ki jo izdajo končne deficitne gospodarske celice ali finančni posredniki. Instrumenti omogočajo enostavno in učinkovito prenašanje prihrankov od suficitnih celic do izdajatelja« (Prohaska, 1999, str. 14). Mramor opredeljuje finančne instrumente kot dokument, ki služi kot dokaz za obstoj pogodbe, na podlagi katere je izdajatelj dokumenta pridobil neko obliko financiranja (Mramor, 1999, str. 29).

Finančni instrumenti so zakoniti dogovori ali pogodbe, ki določajo velikost transakcije, plačilne pogoje in obveznosti.

Finančne instrumente lahko **delimo** na *neprenosljive finančne instrumente (netržni)*, ki niso predvideni za trgovanje pred zapadlostjo in na *prenosljive finančne instrumente (tržni)* s katerimi se trguje (Prohaska, 1999, str. 14). Finančne instrumente običajno delimo na *instrumente denarnega trga* in *instrumente trga kapitala*. V novejšem obdobju, v katerem so finančna okolja zaznamovana z novimi trendi (globalizacija, listinjenje, finančni inženiring ter revolucija v informacijskih in telekomunikacijskih omrežjih) štejemo med finančne instrumente tudi *delniške in obvezniške indekse* ter *izvedene ali termenske finančne instrumente*.

Med finančnimi instrumenti, s katerimi se trguje na ameriških denarnih trgih, so najpomembnejši predvsem sledeči:

- zakladne menice («*treasury bills*«);
- potrdila o vlogi («*certificat of deposit – CD*«);
- komercialni papirji («*commercial paper*«);
- bančni menični akcept («*banker's acceptance*«);
- reodkupni sporazum («*repurchase agreements – repos*«);
- medbančni denarni trg na podlagi državnih sredstev («*federal funds*«);
- evrodolarski depoziti («*eurodollars*«)<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Podrobneje o posameznih instrumentih denarnega trga najdemo pri Mishkinu (Mishkin, 1997, str. 30-33).

Instrumenti denarnega trga so zaradi svoje kratkoročne narave in s tem pogojene pogostosti trgovanja deležni najmanjših nihanj vrednosti, kar pomeni, da so najmanj tvegani in najbolj likvidni instrumenti.

Instrumenti trga kapitala so vsi instrumenti, ki imajo ročnost daljšo od enega leta. Le-ti imajo zaradi večjih vrednostnih nihanj večjo tveganost in manjšo likvidnost. Najpomembnejši instrumenti ameriškega trga kapitala so:

- delnice (»stocks«);
- hipoteke (»mortgages«);
- obveznice podjetij (»corporate bonds«);
- državni vrednostni papirji (»government securities«);
- vrednostni papirji vladnih agencij (»government agency securities«);
- državne in lokalne obveznice (»state and local government bonds«);
- bančna in potrošna komercialna posojila (»consumer and bank commercial loans«)<sup>9</sup>.

### 3. FINANČNI POSREDNIKI

#### 3.1. ZAKAJ FINANČNI POSREDNIKI ?

V svetu brez finančnih posrednikov imajo gospodinjstva (»households«), ki ustvarijo presežna finančna sredstva (»financial assets«), dve osnovni možnosti: ali da obdržijo presežke kot sredstva ali jih investirajo v vrednostne papirje podjetij. Podjetja z izdajanjem vrednostnih papirjev financirajo svoje investicije, hkrati pa s tem pokrivajo razmik med svojimi investicijskimi načrti in zbranim kapitalom – zadržanimi čistimi dobički (»retained earnings«).

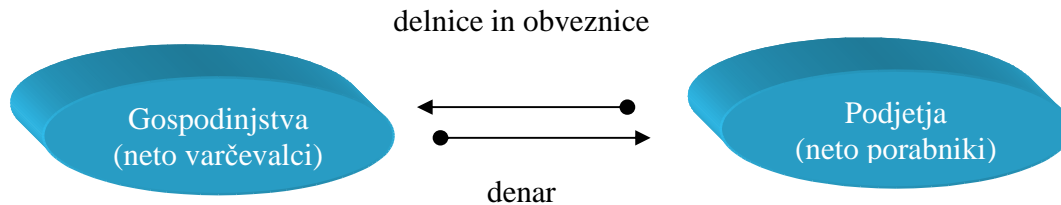
V takšnem ekonomskem okolju gre za pretok prihranjenih sredstev od gospodinjstev do podjetij in obratno od podjetji do gospodinjstev, in sicer gre za pretok lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Takšen prenos prihrankov imenujemo **direktne finance** (»direct finance«).

Pretok sredstev med gospodinjstvi in podjetji je v takšnem sistemu majhen. Vzrokov za to je kar nekaj.

---

<sup>9</sup> Podrobneje o posameznih instrumentih trga kapitala najdemo pri Prohaski (Prohaska, 1999, str. 19-23).

#### Slika 4: Pretok sredstev v svetu brez finančnih posrednikov



Vir: Saunders, 2003, str. 4

Ko gospodinjstva naložijo denar v vrednostne papirje in s tem posodijo denar podjetjem, morajo njihovo poslovanje, položaj v panogi in na trgu spremljati in nadzirati. Takšen nadzor informacij, njihovo zbiranje, preverjanje pa je za posamezno gospodinjstvo in njeno relativno majhno naložbo izredno drag in časovno zahteven postopek. V primeru, da posameznik nima dostopa do informacij, pa se lahko tveganje naložbe bistveno poveča, kar pa zniža njeno privlačnost. Glede na to dejstvo pa je jasno, da je za gospodinjstvo ugodneje, da takšen nadzor izvaja specializirana institucija, ki ima hitrejši in večji dostop do informacij, tako računovodskih, finančnih kot tudi javnih. Hkrati pa specializirana institucija z ekonomijo obsega dosega nižje stroške.

Posameznik bo ob investiranju svojih presežkov v vrednostne papirje podjetja z njim sklenil pogodbo. S tem so seveda prav tako povezani stroški, tako imenovani transakcijski stroški (na primer: najem ekonomista in pravnika, prvega, da določi način obračunavanja obresti in ostale plačilne pogoje, in drugega, da pripravi zakonsko ustrezno pogodbo in s tem zavaruje investitorja).

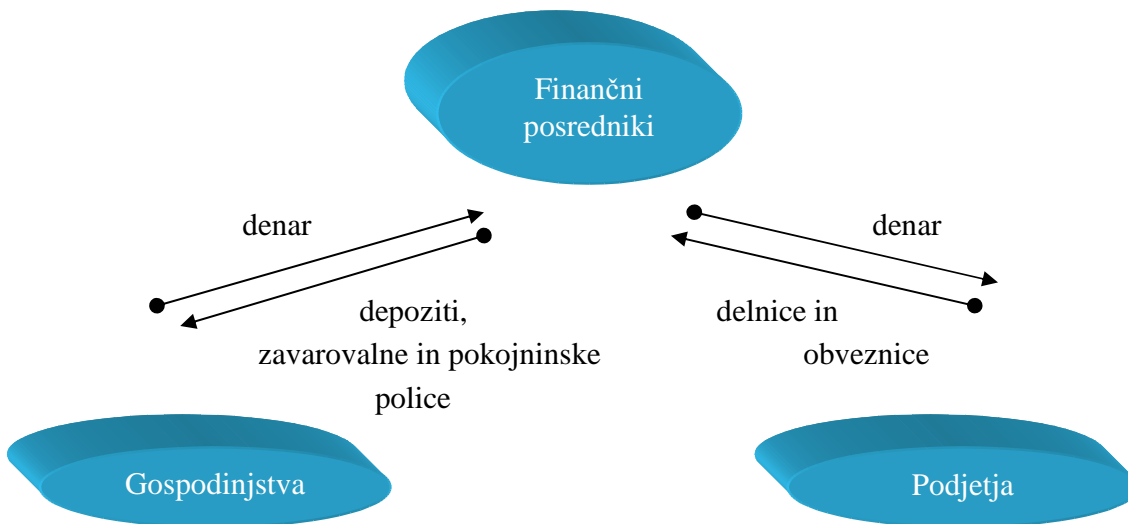
Relativno dolgoročna narava delnic in obveznic podjetij je naslednji razlog, ki zmanjša privlačnost direktnega investiranja za posameznika. Le-ta se bo pogosto zaradi likvidnostnih vzrokov, posebej v primeru ko v bližnji prihodnosti načrtuje potrošnjo, raje odločil za gotovino kot za naložbo v dolgoročni vrednostni papir.

Kljub temu da finančni trgi držav omogočajo določeno stopnjo likvidnosti, saj omogočajo, da gospodinjstva oziroma posamezniki trgujejo med s seboj z dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji podjetij, pa so ob tem soočeni s tveganjem spremembe cene vrednostnega papirja ob njihovi prodaji, hkrati pa so s prodajo na sekundarnem trgu povezani določeni stroški.

Tako smo prišli do zaključka, da lahko gospodinjstvo zaradi *stroškov preverjanja in zbiranja informacij* (»*monitoring costs*«), *transakcijskih stroškov* (»*transaction costs*«), *likvidnostnih stroškov* (»*liquidity costs*«) in *tveganja spremembe cene oz. vrednosti vrednostnega papirja* (»*price risk*«) pride do ugotovitve, da investiranje v vrednostne papirje zanj ni zanimivo in se

zanj ne odloči oziroma se odloči, da sploh ne bo varčevalo ali pa da bo varčevalo v gotovini (Saunders, 2003, str. 4). Prav zaradi naštetih razlogov pa se je v ekonomiji razvil pretok sredstev preko finančnih posrednikov in s tem **indirektne finance** (*»indirect finance«*).

**Slika 5: Pretok sredstev v svetu s finančnimi posredniki**



Vir: Saunders, 2003, str. 5

### 3.2. FUNKCIJE, KI JIH OPRAVLJAJO FINANČNI POSREDNIKI

Finančni posredniki opravljajo celo vrsto funkcij ali storitev v finančnem sistemu. In sicer:

- funkcijo/storitev zniževanje informacijskih stroškov (*»information service«*);
- funkcijo/storitev zniževanja transakcijskih stroškov (*»transaction cost service«*);
- likvidnostno funkcijo/storitev (*»liquidity services«*);
- funkcijo/storitev zniževanja cenovnega tveganja (*»price-risk reduction service«*);
- funkcija/storitev preoblikovanja sredstev (*»assets transformation services«*);
- druge funkcije/storitve (*»other services«*) (Saunders, 2003, str. 11).

#### 3.2.1 Zniževanje informacijskih in transakcijskih stroškov

Za finančne trge je značilno, da ena pogodbeni stran običajno ne ve dovolj o drugi oziroma ne razpolaga z dovolj velikim številom informacij, da bi lahko sprejela kvalitetno odločitev. Ta neenakost se imenuje *asimetričnost informacij* (*»asymmetric information«*). Pomanjkanje informacij pa povzroči težave v finančnem sistemu na dveh ravneh in sicer pred transakcijo in po

njej. *Napačna izbira*<sup>10</sup> («*adverse selection*») je težava povezana z asimetričnostjo informacij pred transakcijo, *moralno tveganje*<sup>11</sup> («*moral hazard*») pa je težava, povezana z asimetričnostjo informacij po transakciji.

Če bi posameznik razpolagal s popolnejšimi informacijami, kot navaja Prašnikar, bi bilo njegovo odločanje bolj objektivno in s tem tveganje manjše (Prašnikar, 1998, str. 50). Ker bi posameznik torej na podlagi boljših informacij sprejemal manj tvegane odločitve, imajo informacije določeno ceno oziroma predstavljajo določen strošek.

Naštete težave pa se z vstopom finančnih posrednikov na finančne trge zmanjšajo. Ena od rešitev je, da več manjših, individualnih investorjev naloži svoja sredstva pri določenem finančnem posredniku. Ta bo zbrana sredstva investiral direktno v vrednostne papirje podjetja. Zaradi večjega obsega naložb ima finančni posrednik bistveno večji motiv za zbiranje informacij, hkrati pa je za to dejavnost tudi bolj specializiran (pogosto imajo finančni posredniki, na primer banke, zavarovalnice, vzajemni skladi za to področje, to je za iskanje, pridobivanje, preverjanje in analiziranje informacij, zaposlenih celo vrsto analitikov). Finančni posrednik dosega torej z *ekonomijo obsega na področju informacij* bistveno nižje stroške, saj je zanj strošek pridobitve informacije na enoto naložbe nižji, kot za posameznega investitorja. Ti nižji stroški zbiranja in preverjanja informacij pa naredijo za posameznika investiranje preko finančnega posrednika v primerjavi z direktnim investiranjem cenejše, manj tvegano in zato bolj privlačno.

Podobno kot velja pri informacijskih stroških, velja tudi pri transakcijskih stroških, da finančni posredniki zaradi velikega števila opravljenih transakcij izkoriščajo prednosti ekonomijo obsega. In sicer se strošek posamezne transakcije znižuje s povečevanjem števila transakcij (banka na primer z najetjem odvetniške pisarne pridobi ustrezno pogodbo, ki jo uporabi ne samo enkrat, ampak za vse mnogoštevilne bodoče posle, kar bistveno zniža strošek na enoto).

### 3.2.2. Likvidnost in cenovno tveganje

Poleg zniževanja stroškov informacij in transakcij omogočajo finančni posredniki investitorjem naložbo njihovih presežnih finančnih sredstev. Pogosto imajo te naložbe večjo likvidnost kot

---

<sup>10</sup> **Napačna izbira.** Gre za tveganje izbire s strani posojilodajalca, ki tvega, da bo posojilo odobril napačnemu posojilojemalcu. Problem napačne izbire se na finančnih trgih pojavlja, ko se potencialni posojilojemalci s slabo kreditno boniteto pojavljajo v vlogi najbolj aktivnih iskalcev posojil, zaradi česar je velika verjetnost, da bo posojilo odobreno ravno enemu izmed njih. Potencialni posojilodajalci bi se zaradi tega lahko odločili, da sploh ne bodo posojali, kljub temu da so med potencialnimi posojilojemalci tudi takšni z ugodno boniteto (Strgar, 2003, str. 35).

<sup>11</sup> **Moralno tveganje.** Ključni dejavnik, ki povzroča nastanek problema moralnega tveganja, je problem principal – agent. Ta problem izvira iz različnih motivov delovanja principalov in agentov. Zlasti agent lahko skuša maksimizirati samo svojo individualno koristnost, ne oziraje se na to, kako bo njegovo delovanje vplivalo na koristnost principala. Aktivnosti agentov so lahko principalom skrite, vendar lahko pomembno povečajo koristnost agentov oziroma zmanjšajo koristnost principalov (Strgar, 2003, str. 36).

naložbe neposredno v podjetja, to je v njihove vrednostne papirje. Na primer, banka sklene z varčevalcem depozitno pogodbo na vpogled (obresti so fiksno določene in zagotovljene ne glede na položaj banke na trgu), kjer lahko varčevalec denar dvigne kadarkoli želi, kar pomeni, da je likvidnost za varčevalca v primeru vstopa finančnega posrednika na finančni trg večja, kot v primeru neposrednega financiranja, kjer se vrednost vrednostnega papirja dnevno spreminja v odvisnosti od delovanja trga oziroma položaja podjetja na trgu.

Vprašanje, ki se ob tem pojavlja, pa je, ali lahko finančni posredniki (če vzamemo depozitne finančne posrednike) ponudijo visoko likviden instrument z nizkim cenovnim tveganjem svojim varčevalcem, če na drugi strani investirajo v relativno nelikvidne vrednostne papirje podjetij, z relativno visokim cenovnim tveganjem? Torej kako lahko suvereno zagotavljajo, da lahko svojim varčevalcem omogočijo dovolj visoko likvidnost, če sami investirajo v tvegane naložbe (»risky assets«)? In še naprej, zakaj bi varčevalci sploh verjeli finančnim posrednikom, njihovim obljubam o likvidnosti (Saunders, 2003, str. 7)?

Odgovor na vsa ta vprašanja leži v zmožnosti finančnega posrednika, da *razprši* ali *diverzificira* svoje naložbe (»*diversification*«<sup>12</sup>). Kar pomeni, da z investiranjem v različne vrednostne papirje (naložbe) zmanjšuje tveganje in s tem povečuje varnost in likvidnost naložb. S povečevanjem števila naložb v premoženju tveganje<sup>13</sup> pade, čeprav po padajoči stopnji (Saunders, 2003, str. 7). Pogoji za uspešno razpršitev tveganj je ustrezna velikost finančnega posrednika oziroma njegovega premoženja ali kakor pravi Saunders: »Finančni posredniki izkoriščajo zakon velikih števil« (Saunders, 2003, str. 7). To pa je tudi bistvena prednost, ki jo z razpršitvijo nudijo finančni posredniki pred individualnim naložbami, kjer je posameznik zaradi svoje majhnosti premoženja prisiljen imeti relativno ozko usmerjeno in s tem tvegano premoženje.

### 3.2.3. Preoblikovanje sredstev

Funkcijo preoblikovanja sredstev lahko razložimo na osnovi razlike med finančnim posrednikom in agentskimi finančnimi institucijami. Agenti kupujejo in prodajajo finančne sredstva in živijo od provizije (»spread«<sup>14</sup>) (Campbell, 1982, str. 247). Agenti imajo v posesti oziroma v lastništvu ta finančna sredstva le kratko obdobje z izjemo tistih, ki jih uporabljajo za špekulativne namene. Hranijo jih kot zalogo. Če torej agent trguje s temi finančnimi sredstvi se le-ta v njegovih rokah ne preoblikujejo, kar pomeni, da ne nastanejo nove ali drugačne oblike teh sredstev. Gre za enostaven nakup in prodajo sredstev, brez preoblikovanja. Ravno obratno pa velja za finančne posrednike.

---

<sup>12</sup> Mramor opisuje **diverzifikacijo** kot »način zmanjševanja tveganja, pri katerem investitor vlaga premoženje v naložbe z različnim časom dospetja, različnih oblik, kvalitete in/ali velikosti« (Mramor, 1999, str. 70).

<sup>13</sup> Gre za ne sistematično ali za podjetje *specifično tveganje* (»*nonsystematic*«, »*firm-specific risk*«), ki se ga da z razpršitvijo odpraviti, v nasprotju s *sistematičnim ali tržnim tveganjem* (»*systematic*«, »*market risk*«), ki se ga z razpršitvijo ne da odpraviti.

<sup>14</sup> Gre za razliko med nakupno in prodajno ceno; nakupno-prodajna provizija (»*bid-asked spread*«).

Finančni posredniki kupijo največ sredstev kot dolgoročne naložbe. Le-teh ne hranijo kot zaloge in prodajo direktno naprej, temveč jih preoblikujejo in s tem ustvarijo nova sredstva, ki jih ponudijo na trgu, večinoma v kratkoročnih oblikah. Za razliko od agenta tako finančni posrednik ni zgolj posredovalec sredstev, ki jih kupi, temveč aktivno preoblikuje in posreduje nova finančna sredstva. Ali kot pravi Ribnikar: »Finančni posredniki dajejo svojim upnikom drugačna, njim zaželeno finančna aktiva, kakor so finančna aktiva, ki jih oni kupujejo« (Ribnikar, 1996, str. 43). Zaradi posredništva se finančnim posrednikom poveča njihova premoženjska bilanca, katere velikost kaže obseg njihovega finančnega posredništva.

Saunders opisuje preoblikovanje sredstev, kot funkcijo finančnih posrednikov, da kupujejo finančne oblike, ki jih izdajajo podjetja (delnice, obveznice in druge dolgove – primarne finančne oblike) in financirajo te nakupe s prodajo finančnih oblik individualnim investitorjem in ostalim v obliki depozitov, zavarovalnih polic itd. (Saunders, 2003, str. 5).

### 3.2.4. Ostale funkcije

Določeni finančni posredniki, in sicer banke in ostale depozitne institucije imajo v gospodarstvu zaradi svoje likvidnostne narave vlogo »sredstva menjave« (»medium of exchange«). Ker so obveznosti depozitnih institucij pomemben del ponudbe denarja centralne banke, ki vpliva na stopnjo inflacije, igrajo **odločilno vlogo pri prenosu denarne politike**<sup>15</sup> (»transmission of monetary policy«) od centralne banke do gospodarstva. Depozitne institucije so torej kanal, po katerem centralna banka vpliva na finančni sistem in posledično na celotno gospodarstvo.

Finančni posredniki lahko bolje kot posameznik uravnavajo zapadlosti svojih terjatev in obveznosti. In sicer nudijo **posredništvo pri zapadlosti** (»maturity intermediation«) ne samo posameznikom, ampak tudi ostalim delom gospodarstva. Pogosto imajo tudi **funkcijo alokacije posojil** (»credit allocation«) v določen sektor gospodarstva, ki je s širšega socialnega vidika pomemben za državo. To je pogosto edini vir sredstev za določen sektor (na primer kmetijstvo<sup>16</sup>).

Prenos sredstev med leti in generacijami je pomemben socialni dejavnik gospodarstva -vlaganje v aktivni dobi, izplačilo v pasivni dobi, vzdrževanje aktivnih generacij nekativnih. Nedepozitni finančni posredniki, predvsem pokojninski skladi in zavarovalnice pa tudi vzajemni skladi s

---

<sup>15</sup>»Denarna politika (angleško »monetary policy«, »Geldpolitik« nemško in »politique monétaire« francosko) je v rokah centralne banke ali neposredno države in z njo ureja količino denarja v obtoku. « (Ribnikar, 1994, str. 9). *Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke* vključujejo operacije odprtega trga, odprto ponudbo bankam in obvezne rezerve bank. *Instrumenti Slovenske centralne banke* so zaradi posebnosti strukturnega položaja denarnega trga nekoliko bolj zapleteni. Če upoštevamo te posebnosti (več o posebnostih pri Ribnikarju, (Ribnikar, 1999, str. 41-44)) delimo instrumente na posojila, začasne nakupe in izdajanje blagajniških zapisov v tolarjih (Ribnikar, 1999, str. 41-43).

<sup>16</sup> V ZDA je vlada spodbudila specializacijo finančnih posrednikov na področju kmetijstva, tako da je ustanovila posebno banko z imenom Federal Farm Credit Bank (Saunders, 2003, str. 10).

svojimi storitvami tako izvajajo prenos sredstev ali *časovno in medgeneracijsko posredništvo* (*»time intermediation«, »inetergenerational welth transfers«*).

Naslednja funkcija, ki jo običajno opravljajo nekateri finančni posredniki, je *plačilni promet* (*»payment services«*). Banke za svoje komitente opravljajo funkcije plačilnega prometa (nakazila, plačila in druge oblike poslovanja doma in v tujini)<sup>17</sup>.

Nekateri finančni posredniki, predvsem vzajemni skladi (tako skladi denarnega trga, kot vzajemni skladi delnic in obveznic), omogočajo oziroma *zagotavljajo deljivost* (*»denomination intermediation«*). Ker so določene naložbe, kot so komercialni papirji in potrdila o vlogi izdani le v visokih zneskih, so za individualne investitorje bodisi nedosegljive, bodisi visoko tvegane (v primeru nakupa ne gre za visoko razpršeno premoženje, saj gre le za nakup ene ali dveh naložb). Z naložbo v vzajemni sklad pa se investitorju odprejo vrata za indirektn vstop na trge teh naložb, hkrati pa mu takšna naložba omogoča doseganje višjih donosov.

### **3.3. DEPOZITNI FINANČNI POSREDNIKI**

Večina avtorjev, tako v domači kot tuji literaturi, relativno enotno opredeljuje splošno definicijo **depozitnih finančnih posrednikov** (*»depository institutions«*) in sicer kot posrednike, ki sprejemajo vloge.

Nekateri avtorji to definicijo razširijo. Mishkin tako na primer pravi, da so to finančni posredniki, ki sprejemajo depozite od posameznikov in institucij in dajejo posojila (Mishkin, 1997, str. 38). Mramor opredeljuje depozitne finančne posrednike kot posrednike, ki zbirajo finančne prihranke z vlogami varčevalcev, zbrana sredstva pa prenašajo na investitorje predvsem v obliki posojil (Mramor, 1993, str. 90). Depozitni finančni posredniki ustvarjajo glavnino svojega prihodka na osnovi razmika med obrestno mero, ki jo za posojena sredstva plačajo posojilojemalci (aktivna obrestna mera) in obrestno mero, ki jo finančni posredniki plačajo za naložena sredstva svojim varčevalcem<sup>18</sup> (pasivna obrestna mera).

Vloga depozitnih finančnih posrednikov v finančnem sistemu je izjemna, zato država močno regulira njihovo poslovanje (Fabozzi, 1994, str. 55). Ne samo, da prenašajo in preoblikujejo finančna sredstva med varčevalci in investitorji, ampak so hkrati orodje za izvajanje monetarne politike in alokacije posojil v socialno ogrožene sektorje. To pa jih postavlja v privilegiran položaj, saj so v primeru težav deležni podpore centralne banke in države. Propad katerega od

---

<sup>17</sup> V Sloveniji je v preteklosti potekal plačilni promet preko Agencije za plačilni promet, v letih od 2000 do 2003 pa je potekala reforma prenosa računov na banke.

<sup>18</sup> Ponudba storitev s strani finančnih posrednikov je za varčevalce široka, na voljo so jim namreč različni računi z različnimi pogoji, na katere vlagajo svoje prihranke. Donosnost teh vlog je določena vnaprej in običajno zavarovana s strani države, kar predstavlja za varčevalce nizko stopnjo tveganja.



depozitnega finančnih posrednikov lahko zelo negativno vpliva na zaupanje v bančni in posledično finančni sistem in privede do finančne panike (»financial panic«)<sup>19</sup>. V svetu so poznane štiri osnovne oblike finančnih posrednikov, ki sprejemajo vloge:

- poslovne banke (»commercial banks«),
- hranilnice (»savings banks«),
- vzajemne hranilnice (»mutual savings banks«),
- kreditne zadruge (»credit unions«)<sup>20</sup>.

### 3.4. NEDEPOZITNI FINANČNI POSREDNIKI

Skupna značilnost **nedepozitnih finančnih posrednikov** (*nondepository institutions*) je predvsem usmerjenost v nakup dolgoročnih vrednostnih papirjev podjetij, investicijskih družb in države.

V tuji literaturi tako rekoč ne srečamo imena nedepozitni finančni posrednik, saj običajno ta del finančnih posrednikov ne poimenuje s tem imenom, ampak jih direktno razvršča na dve skupini, kot na primer Mishkin na pogodbene hranilnice in investicijske posrednike ali pa jih opredeljujejo kot *institucionalne investitorje* (*institutional investors*) kot na primer Foley (Foley, Ribnikar, 1994, str. 49), ki jih deli na štiri velike skupine in sicer zavarovalnice, pokojninske sklade, odprte investicijske sklade in zaprte investicijske sklade, kar pa je, kot bomo v nadaljevanju videli, skoraj enaka razdelitev, kot jo srečamo v domači literaturi.

Tudi definicija institucionalnih investitorjev, kot jo najdemo pri Edminstru (Edminster, Ribnikar, 1994, str. 49) je podobna in sicer pravi da so v nasprotju s finančnimi posredniki, ki sprejemajo vloge, institucionalni investitorji finančni posredniki, ki imajo nek pogodben odnos s svojimi komitenti – »*contract financial intermediaries*«, s katerim zagotavljajo zavarovanje, pokojnino ali kaj tretjega in finančni posredniki, denimo investicijski skladi, ki jih označuje kot »*conduit financial intermediaries*«, ki opravljajo funkcijo nekakšnega kanala, po katerem se preliva presežno denarno premoženje individualnih investitorjev v vrednostne papirje. V slovenski literaturi najdemo delitev nedepozitnih finančnih posrednikov na investicijske in pogodbene.

---

<sup>19</sup> Varčevalci namreč ne morejo oceniti ali je finančni položaj posrednika, kjer imajo naložene svoje prihranke stabilen ali ne, kar pomeni, da bodo v primeru propada enega, panično dvigovali prihranke tudi v vseh ostalih. Rezultat je torej finančna panika, ki lahko povzroči velike izgube na ravni celotnega gospodarstva.

<sup>20</sup> Več o posameznem depozitnem finančnem posredniku pri Saunders (Saunders, 2003, str. 24-59), Mishkinu (Mishkin, 1997, str. 38-40), Campbellu (Campbell, 1982, str. 256-257) in Mramorju (Mramor, 1993, str. 90-92) z izjemo banke, ki je razložena v zadnjem, šestem poglavju.

### 3.4.1. Investicijski finančni posredniki

Ribnikar definira **investicijske finančne posrednike** (*»conduit financial intermediaries«* ali *»investment-type financial intermediaries«* ali *»investment institutions«*) kot finančne posrednike pri katerih individualni investitorji naložijo svoje finančne prihranke oziroma premoženje posredno tudi v tvegane vrednostne papirje (na primer v delnice), česar pa verjetno ne bi naredili, če bi morali naložit svoje prihranke v te tvegane papirje neposredno (Ribnikar, 1996, str. 44). Če pogledamo njihovo premoženjsko bilanco, imajo na pasivni strani delnice, na aktivni strani pa poleg delnic še druge vrednostne papirje.

#### 3.4.1.1. Investicijski skladi

**Investicijski skladi ali investicijska podjetja** (*»investment company, fund«* v ZDA, *»trust«* v Veliki Britaniji, *»societe d'investissements«* v Franciji in *»Kapitalanlagengesellschaft«* v Nemčiji in Avstriji) so posebni finančni posredniki, ki vodijo ali ustanavljajo sklade (*»funds«*), ki so ločeni od njenega premoženja (Ribnikar, 1994, str. 83).

Mramor opisuje investicijske sklade kot sklade, ki zbirajo sredstva z izdajanjem delnic in obveznic. Pomembni so za individualne investitorje, ki dajejo prednost dolgoročnim naložbam, vendar so njihovi prihranki prenizki, da bi kvalitetno razpršili tveganje in prenesli visoke stroške zbiranja in preverjanja informacij (Mramor, 1993, str. 92). Zbrana sredstva se naložijo v različne vrednostne papirje in ostale naložbe, ki tvorijo premoženje oziroma portfelj (*»portfolio«*)<sup>21</sup> investicijskega sklada. Profesionalno upravljanje s prihranki varčevalcev je glavna naloga investicijskih skladov.

Campbell opisuje investicijske sklade kot investicijska podjetja, ki upravljajo investicijske portfelje za svoje stranke. Izvajajo celotni spekter storitev, povezanih z investicijskimi vlaganji, kot je to zmanjševanje tveganj skozi diverzifikacijo, zniževanje stroškov, itd. (Campbell, 1982, str. 258).

Bodie, Kane in Marcus pa opredeljujejo investicijska podjetja kot finančne posrednike, ki zbirajo finančna sredstva individualnih investitorjev in investirajo ta sredstva v potencialno širok spekter vrednostnih papirjev in drugih aktiv. Združevanje sredstev je glavna ideja teh podjetij. Zagotavljajo namreč mehanizme združevanja velikega števila majhnih investitorjev, ki so tako lahko na trgu deležni prednosti, ki jih imajo veliki investitorji (Bodie, et al. 2005, str. 108).

Namen ustanovitve investicijskih skladov je torej uresničitve različnih investicijskih ciljev, ki jih običajno z neposrednim individualnim investiranjem v vrednostne papirje ni mogoče uresničiti.

---

<sup>21</sup> Portfelj ali premoženje je skupek vseh sredstev ali naložb v lasti posameznika ali podjetja. V nadaljevanju bosta oba termina uporabljena enakovredno.

Zaradi njihovega nastanka se je povečalo povpraševanje po vrednostnih papirjih podjetij oziroma promet na borzah vrednostnih papirjev. Investicijski skladi nudijo individualnim investitorjem z majhnim osebnim premoženjem možnost, da postanejo neposredni lastniki oziroma solastniki podjetij, ki kotirajo na borzi, kljub temu da nimajo finančnega znanja niti dostopa do informacij. Hkrati pa se jim ni potrebno izpostavljati velikemu tveganju<sup>22</sup>.

Za svoje vlagatelje opravljajo investicijski skladi skupek pomembnih funkcij<sup>23</sup>, in sicer (Bodie, et al., 2002, str. 104):

- **vodenje evidenc in administrativnih postopkov**; investicijske družbe redno poročajo o vrednosti in vrsti premoženja, vodijo evidenco kapitalskih dobičkov, dividend, nakupov in prodaj delnic (točk) investicijske družbe; ponujajo možnost reinvestiranja dividend in obrestnih prihodkov v imenu vlagateljev; investitorjem pošiljajo periodična obvestila o vrednosti njihove naložbe itd;
- **razpršitev in deljivost naložb**; z zbiranjem sredstev malih vlagateljev lahko investicijske družbe nastopajo na trgih kot institucionalni investitorji in tako ustrezno razpršijo naložbe in s tem bistveno znižajo tveganje, hkrati pa imajo tako tudi dostop do finančnih instrumentov, s katerim individualni investitorji ne morejo trgovati;
- **profesionalno upravljanje z naložbami**; večina investicijskih družb zaposluje visoko usposobljene finančne analitike in upravljavce premoženj, ki poskušajo za svoje vlagatelje doseči nadpovprečne rezultate; gre za visoko cenjene specialiste za poslovanje z vrednostnimi papirji, z dokazanimi sposobnostmi in izrednimi rezultati v poslovanju na borzah;
- **omogočajo dostop do nižjih transakcijskih stroškov**; ker investicijske družbe največkrat trgujejo v svežnjih, lahko pri zaračunanih provizijah dosežejo precejšnje prihranke<sup>24</sup>.
- 

V nadaljevanju bomo na kratko predstavili delitev investicijskih skladov.

### **Delitev investicijskih skladov**

Ameriški zakon o investicijskih skladih (»Investment Company Act«) definira tri vrste investicijskih skladov, in sicer (Francis, 2002, str. 333):

---

<sup>22</sup> Kolikšnemu tveganju bo izpostavljen investitor, je odvisno od njegovega individualnega nagnjenja k tveganju oziroma od ustrezne optimalne kombinacije med tveganjem in pričakovano donosnostjo in s tem ustrezno izbiro investicijskega sklada.

<sup>23</sup> Funkcije, ki jih navajam, veljajo za investicijske družbe v ZDA, vendar veljajo večinoma tudi za slovenske investicijske družbe.

<sup>24</sup> Sveženj je na newyorški borzi vrednostnih papirjev definiran kot transakcija, sklenjena bodisi v obsegu vsaj 10.000 delnic, bodisi v znesku 200.000 USD ali več. Pogoji, da se posel sklenjen na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev šteje za sveženj, je da mora presežati vrednost 30 mio SIT.

- odprte investicijske sklade (»open-end investment companies or funds«);
- zaprte investicijske sklade (»closed-end investment companies or funds«) ter
- posebne investicijske sklade (»unit investment trusts«), (glej Sliko 6, na str. 25).

**Pri odprtih investicijskih skladih** (»mutual funds« ali »open-end funds« v ZDA, »unit trust« v Veliki Britaniji, »societe d'investissement a capital variable« v Franciji, »Offene Fonds« v Nemčiji in Avstriji, »vzajemni skladi« v Sloveniji) ni določena velikost kapitala ali število delnic. Vsakdo, ki želi naložiti svoje premoženje v ta sklad, lahko dobi delnico sklada (Ribnikar, 1994, str. 84), in sicer po dnevni tržni vrednosti enote (točke) premoženja sklada (VEP)<sup>25</sup>. Število delnic se pri odprtih skladih torej nenehno spreminja (ob nakupih in prodajah deležev oziroma točk sklada).

Odprti investicijski skladi oziroma vzajemni skladi so v svetu najbolj razširjeni med vsemi obstoječimi oblikami investicijskih skladov. Odprti se imenujejo zato, ker lahko investitorji vanj kadarkoli vstopijo (kupijo investicijske kupone) in kadarkoli izstopijo (prodajo investicijske kupone). Z enotami sklada se ne trguje na sekundarnem finančnem trgu, temveč sklad sam upravlja vrednostne papirje, tako da prodaja in odkupuje papirje. Ko investitor zahteva izplačilo svojega deleža, dobi izplačan sorazmerni del vrednosti aktiv sklada. Odprte investicijske sklade se loči po tem, kako financirajo upravljanje premoženja in sicer na (Mramor, et.al., 2000, str. 90):

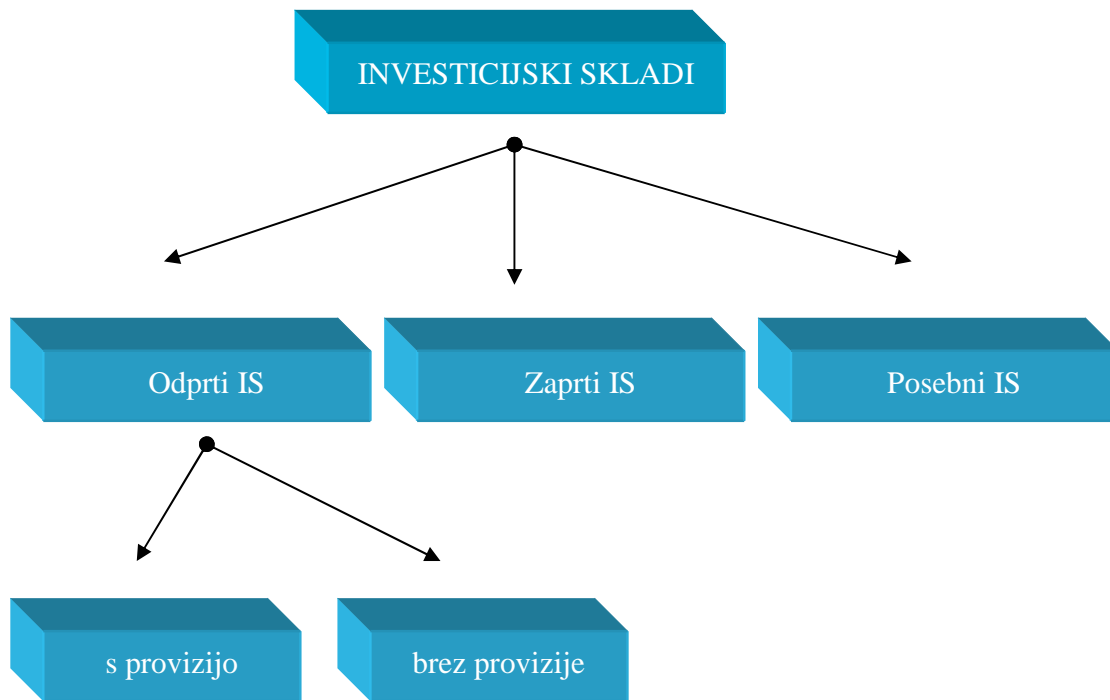
- sklade s provizijo (»load funds«); investitor plača provizijo pri vstopu (»front-end load«) ali izstopu (»back-end load«) iz sklada ali oboje; vanj se investira preko posrednika;
- sklade brez provizije (»no-load funds«); prodaja poteka neposredno, brez provizij; investitorji običajno plačajo le 1-odstotno provizijo ob prodaji delnic.

**Pri zaprtih investicijskih skladih ali na kratko investicijskih družbah** (»closed-end funds« v ZDA, »investment trust« v Veliki Britaniji, »societe d'investissement a capital fixe« v Franciji in »Geschlossene Fonds« v Nemčiji in Avstriji) se ob njihovem nastanku določi velikost sklada (Ribnikar, 1994, str. 84). Velikost sklada oziroma vrednost osnovnega kapitala je opredeljena s številom in nominalno vrednostjo izdanih in prodanih delnic v primarni emisiji. Število delnic se ne spreminja, razen če sklad ne izda novih delnic. Odtod ime zaprti skladi. Investitorji, ki želijo delnice odprodati, jih morajo prodati drugemu vlagatelju. Prodajo opravijo s pomočjo borznega posrednika, ki jih proda v njihovem imenu na sekundarnem trgu kapitala.

---

<sup>25</sup> O VEP več v 4. poglavju.

## Sika 6: Delitev investicijskih skladov



Vir: lastni prikaz avtorice na podlagi Francisa (Francis, 2002, str. 333)

Mramor definira zaprt investicijski sklad kot sklad, ki izda omejen obseg delnic; njegove delnice se ne morejo unovčiti s prodajo nazaj skladu, ampak s prodajo na trgu vrednostnih papirjev (Mramor, 1999, str. 32). Zaprti investicijski skladi so v svetu manj pogosti, predvsem zaradi nižje likvidnosti, saj je delnice mogoče prodati le na sekundarnem trgu.

Odperte in zaprte investicijske sklade upravljajo upravljavci, ki lahko spreminjajo portfelj naložb. Portfelji posebnih investicijskih skladov pa so večinoma stalni in se z njimi praktično ne upravlja.

**Posebni investicijski skladi** (*»unit investments trusts«*) so investicijski skladi, ki so ustanovljeni s posebnim namenom in ki zbrana sredstva investirajo v stalen portfelj naložb, ki se skozi celotno življenjsko dobo sklada ne spreminja. Življenjska doba sklada mora biti določena že ob ustanovitvi. Sklad ustanovi sponzor (običajno je to borznoposredniška hiša ali borza), tako da zbere določen portfelj vrednostnih papirjev, ki jih vloži v sklad, nad katerim bdi skrbnik (običajno komercialna banka)<sup>26</sup>.

<sup>26</sup> Skrbnik skrbi za vsa izplačila prihodkov in sredstev od prodanih delnic sklada.

Sponsor proda delnice oziroma točke sklada vlagateljem po ceni, ki je za določen odstotek - provizijo - višja od stroškov nakupa vrednostnih papirjev v portfelju. Provizija tako predstavlja sponsorju glavni motiv za ustanovitev sklada. Z nakupom točk pridobi investitor pravico do sorazmernega deleža vrednosti portfelja in morebitnih prihodkov, ki jih bo sklad ustvaril. Čeprav se s posebnimi investicijskimi skladi ne trguje na trgih vrednostnih papirjev, pa lahko investitor vsak trgovni dan proda točke sklada sponsorju, ki jih odkupuje po cenah blizu VEP. Sponsor lahko te odkupljene točke ponovno ponudi javnosti v odkup. Spreminjanje portfelja sklada je dovoljeno le v smislu ohranjanja začetne sestave. Ker aktivno trgovanje ni dovoljeno, so upravljaljske provizije običajno zelo nizke (0,15 % (na letni ravni) od vrednosti sredstev v upravljanju) (Pirtovšek, 2003, str. 5).

V literaturi obstajajo še druge delitve investicijskih skladov. Mramor na primer deli investicijske sklade glede na bilanco stanja, in sicer glede na njeno aktivno in pasivno stran. Glede na pasivno stran deli sklade na odprte ali vzajemne sklade in na zaprte sklade ali investicijske družbe. Glede na aktivno stran pa deli sklade glede na način upravljanja premoženja, glede na doseganje prihodkov in glede na sestavo vrednostnih papirjev v portfelju (Mramor, et al., 2000, str. 91-93).

### **3.4.2. Pogodbeni finančni posredniki**

**Pogodbeni finančni posredniki** (*»contract ali contractual financial intermediaries«*) zbirajo prihranke na podlagi posebnih pogodb, ki jih sklenejo z varčevalci. Izpolnjevanje obveznosti, ki izhajajo iz teh pogodb, je njihova osnovna naloga. Da bi lahko te pogodbene obveznosti opravljali, morajo zbrane prihranke posredovati najboljšim investitorjem, ki bodo zagotavljali čim boljši (ne nujno najvišji) dolgoročni donos na prihranke in možnost spremembe naložbe v denar, to je likvidnost (Mramor, 1994, str. 93). Zavarovalnice in pokojninski skladi sta najpomembnejša pogodbeni finančni posredniki.

Ribnikar opisuje pogodbene finančne posrednike takole:

»Pri pogodbenih finančnih posrednikih ne gre samo za to, da imajo ljudje pri njih naloženo svoje finančno premoženje, ampak jim pogodba, ki jo sklenejo, zagotavlja različne vrste izplačil denarnih zneskov v prihodnje« (Ribnikar, 1996, str. 44). Če pogledamo njihovo premoženjsko bilanco imajo na pasivni strani obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih zavarovalnih ali pokojninskih pogodb, na aktivni strani pa različne vrednostne papirje, na primer zastavne listine, delnice podjetij in bank ter obveznice države, občin, bank in podjetij.

#### **3.4.2.1. Zavarovalnice**

**Zavarovalnice** (*»insurance companies«*) zbirajo prihranke varčevalcev s pomočjo premij, ki so pogodbeno določene med zavarovalnico in varčevalci oziroma zavarovanci. Z vplačevanjem premij si zavarovanci zagotovijo, da bo zavarovalnica plačevala odškodnino v primeru njihove

smrti, telesnih poškodb ali drugih nezgod in nesreč, ki bi finančno prizadele njihovo premoženje (Mramor, 1994, str. 94).

Saunders opredeli osnovno funkcijo zavarovalnic kot zaščito posameznikov in podjetij pred neugodnimi, škodljivimi dogodki (»adverse events«). S prejetimi premijami zavarovalnice obljubijo zavarovancem, da jim bodo v primeru neugodnega dogodka povrnile oziroma kompenzirale stroške (Saunders, 2003, str. 60).

V literaturi najdemo *različne delitve zavarovalnic*.

Mishkin deli zavarovalnice na življenjske zavarovalnice (»life insurance companies«), ki zavarujejo komitente pred finančnimi težavami zaradi smrti ali telesnih poškodb in na požarno in nezgodne zavarovalnice (»fire and casualty insurance companies«), ki svoje komitente zavarujejo pred požari, tatovi in nesrečami (Mishkin, 1997, str. 40-41). Ribnikar deli zavarovalnice na življenjske (»life insurance companies«) in na nezgodne in premoženjske zavarovalnice (»property casualty companies«) (Ribnikar, 1996, str. 44), enako delitev uporablja Saunders, Mramor pa na življenjske (»life insurance companies«) in na splošne zavarovalnice (»general insurance companies«) (Mramor, 1994, str. 94).

Kot vidimo, so vsi štirje avtorji enotni pri opredelitvi življenjskih zavarovalnic, razlike pa se pojavijo v drugem delu. Seveda pa se v zadnjem obdobju dogajajo spremembe tudi v industriji zavarovalništva, saj se pojavlja cela vrsta novih zavarovalnic, ki ponujajo instrumente, podobne instrumentom drugih finančnih posrednikov, kot so to na primer depozitni finančni posredniki in vzajemni skladi. Skratka, zavarovanja nimajo več samo funkcije zavarovanja pred neugodnim dogodkom, ampak tudi funkcijo varčevanja, kar pomeni, da na finančnih trgih konkurirajo storitvam ostalih finančnih posrednikov.

Za vse vrste zavarovalnic pa običajno velja, da iz izbranih premij oblikujejo rezerve, ki so osnova za izplačilo odškodnin. Oblikovane rezerve zavarovalnice zaradi njihove dolgoročne narave najpogosteje vlagajo v dolgoročne vrednostne papirje (tako obveznice kot delnice) podjetij in države, dolgoročna posojila, nepremičnine itd.

## **1. Življenjske zavarovalnice**

Življenjske zavarovalnice proti plačilu prevzamejo točno opredeljena in opisana tveganja. Nekoč je bil ta dogodek enostavno smrt, kasneje se je krog dogodkov močno razširil in s tem vrsta produktov, ki jih nudijo življenjske zavarovalnice.

Življenjske zavarovalnice zagotavljajo zavarovanje v primeru prezgodnje smrti, v primeru bolezni in upokojitve (Saunders, 2003, str. 60). Police življenjskega zavarovanja pogosto predstavljajo poleg prihrankov za starost tudi prihranke za otroke, pogrebne stroške, itd.

Police življenjskih zavarovanj imajo lahko dve skrajni obliki:

- izplačilo določenega zneska ob nastopu določenega dogodka (smrti) ali
- akumuliranje vplačil, njihovo nalaganje in kasneje izplačevanje premoženja na dogovorjeni način.

Prvo so klasična življenjska zavarovanja, drugo pa naložbene police. Obstajajo pa tudi mešane življenjsko / naložbene police.

## 2. Nezgodne in premoženjske zavarovalnice

Nezgodne in premoženjske zavarovalnice zajemajo pokrivanje škod, ki nastanejo zaradi poškodovanja ali uničenja stvari, izgube ali zmanjšanja produktivne sposobnosti, odgovornosti, pravnih postopkov, finančne škode, telesnih poškodb in smrti na delu (oziroma potovanju). Glede na tip zavarovalca jih razdelimo na osebna in poslovna zavarovanja.

Proti plačilu premije se zavarovalnica obveže, da bo v primeru določenega škodnega dogodka izplačala dogovorjeno zavarovalno vsoto. Škodni potek je pri tej vrsti zavarovanj težje napovedljiv, pri izračunih pa je potrebno upoštevati, da lahko škode, ki nastanejo v določenem obdobju (letu), zapadejo v plačilo veliko let pozneje.

### 3.4.2.2 Pokojninski skladi

**Pokojninski skladi** (*»pension funds«*) kot jih opisuje Mishkin, so način zbiranja prihrankov zaposlenih oseb. Prihranke vplačujejo ali zaposleni ali delodajalec (Mishkin, 1997, str. 674) ali kombinirano, določen odstotek zaposleni, določen odstotek delodajalec. Te prihranke potrošijo zaposleni kasneje, ko nastopi obdobje upokojitve.

Mramor definira pokojninske sklade kot:

»Zbrani državni in zasebni prihranki, ki so naloženi tako, da prinašajo čim večjo donosnost (ob želenem tveganju). Vplačani prispevki so skupaj z donosom osnova, iz katere se plačujejo pokojnine« (Mramor, 1999, str. 58).



Bešter pa opisuje pokojninske sklade kot finančne posrednike v katerih se zbirajo sredstva pokojninskih načrtov<sup>27</sup> z vnaprej določenimi pravicami oziroma vnaprej določenimi prispevki, zbrana sredstva pa se investirajo v različne oblike finančnih naložb z namenom povečevanja njihove vrednosti. Posebna oblika pokojninskih skladov so delniški pokojninski skladi in knjižne rezerve<sup>28</sup> (Bešter, 1996, str. 36).

Naložbe pokojninskih skladov so lahko zelo dolgoročnega značaja. Povprečna doba vezave sredstev na računu pokojninskega zavarovanja je 20 let. Precej natančno je mogoče izračunati kdaj in kako se bodo računi varčevalcev praznili. Zaradi obsega sredstev s katerimi upravljajo pokojninski skladi, prevzemajo kot institucionalni investitorji zelo močno vlogo na finančnih trgih.

Pokojninski skladi so lahko *privatnega* ali *javnega značaja* (Mishkin, 1997, str. 674), odvisno od tega ali govorimo o javnem ali socialnem sistemu pokojninskega zavarovanja ali o privatnem ali dodatnem sistemu pokojninskega zavarovanja. V večini razvitih držav so pravice starejših do prejemkov in storitev opredeljene v okviru javnega sistema pokojninskega zavarovanja. Le-ta predstavlja v večini držav poglavitni vir prihodkov starejšega prebivalstva, dopolnilno vlogo pa predstavljajo privatne oblike pokojninskih zavarovanj, med njimi privatni pokojninski skladi. Ureditev in velikodušnost javnega sistema v veliki meri vpliva na razširjenost dodatnih, privatnih pokojninskih sistemov. Čim nižje so pokojnine iz osnovnega javnega pokojninskega sistema, tem večji je interes po vključevanju v privatne pokojninske oblike. Osnovni cilj obeh je zagotoviti primerna sredstva tistim posameznikom, ki zaradi starosti ali drugih dejavnikov niso več sposobni za delo.

V svetu so posamezne države tekom zgodovinskega razvoja oblikovale svoje kombinacije javnih in privatnih pokojninskih sistemov, to je specifične pokojninske sisteme, prilagojene njihovim gospodarskim, socialnim in političnim interesom ter zmožnostim. Vsekakor pa pokojninski sistem odraža stopnjo interesa države, da določenim skupinam oseb zagotovi primerno raven materialne in socialne varnosti<sup>29</sup>.

Bubnov navaja **tri osnovne oblike javnih pokojninskih sistemov**, in sicer (Bubnov, 1992, str. 931):

---

<sup>27</sup> Mramor opisuje **pokojninske načrte** (*»pension plan«*) kot oblike neprenosne dolgoročne naložbe, ki jih ponujajo finančne institucije in podjetja. Praviloma se naložba povrne kot pokojnina. (Mramor, 1999, str. 58).

<sup>28</sup> Razlago delniškega pokojninskega sklada in knjižnih rezerv najdemo pri Homanu (Homan, 2002, str. 14).

<sup>29</sup> Tako je na primer v ZDA, ki veljajo za finančno in politično velesilo sveta, vloga javnih pokojninskih sistemov šibka, zelo dobro pa so razvite oblike dodatnih, privatnih pokojninskih skladov oziroma zavarovanj. Velikost nekaterih privatnih skladov je tako velika, da ta sektor finančnih posrednikov dejansko predstavlja največji delež investicij v vrednostne papirje podjetij (Homan, 2002, str. 106).

- *sistem enotnih nacionalnih pokojnin*, ki zajema vse prebivalce in državljane ne glede na njihov ekonomski in socialni položaj; pokojnine se financirajo iz državnega proračuna ali iz prispevkov vseh upravičencev; pravico do pokojnine pridobijo upravičenci po doseženi določeni starostni meji; višina pokojnine je določena v enakem osnovnem znesku za vse upravičence; poleg osnovnega pa so nekatere osebe upravičene do dodatkov za nego, invalidnost, otroke, itd.
- *sistem socialnih pokojninskih zavarovanj* temelji na zavarovalniških načelih; v sistem so vključeni vsi zaposleni in samozaposleni posamezniki; sistem se financira s prispevki za obvezno zavarovanje zaposlenih in njihovih delodajalcev oziroma samozaposlenih; sistemi se razlikujejo glede na vstopno starost, odmero in višino dajatev in sistem financiranja;
- *mešani pokojninski sistem* vsebuje t.i. dvostopenjski javni sistem; prvo stopnjo predstavlja sistem nacionalnih pokojnin, drugo stopnjo pa sistem dodatnih javnih obveznih pokojninskih zavarovanj; dohodke starejših oseb predstavljajo nacionalne pokojnine in pokojnine iz obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja, pri tem pa osebe, ki niso vključene v obvezno zavarovanje, prejemajo le nacionalno pokojnino.

**Dodatno pokojninsko zavarovanje** se običajno organizira v okviru *privatnih pokojninskih skladov*, ki delujejo na osnovi pokojninskih načrtov. Privatne pokojninske sklade lahko ustanovijo družbe z zasebnim kapitalom, in sicer so lahko med njimi tako proizvodna, storitvena kot tudi neprofitna, prostovoljna in izobraževalna podjetja. Pokojninski načrti se v osnovi razlikujejo predvsem v tem, kdo prevzema investicijsko tveganje oziroma kako je investicijsko tveganje razdeljeno med ustanovitelji in udeleženci načrta. V *načrtu z vnaprej določenimi pravicami* (*»defined-benefit plan«*) nosi investicijsko tveganje v celoti ustanovitelj, v *načrtu z vnaprej določenimi prispevki* (*»defined-contribution plan«*) pa investicijsko tveganje prevzamejo udeleženci načrta.

### 3.5. FINANČNI POSREDNIKI V SLOVENIJI

#### 3.5.1. Pred letom 1991

Finančno posredništvo je bilo na slovenskem ozemlju **do začetka 19. stoletja** omejeno zgolj na delovanje *regulativnih oziroma samoupravnih hranilnic in kreditnih zadrug*. Leta 1820 je bila v Ljubljani ustanovljena *Ljubljanska hranilnica*, kot prvi denarni zavod na Slovenskem. Zaradi kulturnega *dualizma*<sup>30</sup>, ki je vladal v takratnih razmerah, to je prevladovanje nemščine v neagrarnih dejavnostih, se finančno posredništvo ni moglo širiti zunaj mestnega okolja. Dejstvo je, da je finančno posredništvo storitvena dejavnost, ki je komunikacijsko intenzivna, kar pomeni, da ima jezikovna diferenciranost pri razvoju finančnega posredništva pomembno vlogo.

<sup>30</sup> Ostra ločitev med urbanim in tradicionalnim podeželskim sektorjem, ki lahko pomeni oviro za širjenje finančnih institucij (Hočevar, 1987, str. 62).

Regulativne hranilnice in kreditne zadruge so pokrivalo večino slovenskega kmetijstva in drobnega gospodarstva, niso pa bile sposobne zadovoljiti potreb razvijajočega se podjetniškega sektorja po finančnih storitvah. Le-te so v drugih finančnih sistemih opravljale banke. Prav zaradi tega praznega prostora v slovenskem finančnem sistemu je prišlo na prelomu stoletja *do ustanavljanja prvih delniških bank*, ki so pripomogle k širjenju finančnih instrumentov in s tem k razvoju finančnega sistema. Leta 1900 je bila ustanovljena *Ljubljanska kreditna banka*, ki je pomenila začetek slovenskega bančništva<sup>31</sup>. Lastništvo banke ni bilo v domači domeni, saj so si ustanovitelji pomagali s češkim kapitalom, znanjem in izkušnjami.

*Začetki zavarovalništva* prav tako segajo v začetek 19. stoletja, ko je v času avstro-ogrske monarhije na slovenskem ozemlju prevladoval nemški in zlasti avstrijski kapital. Zavarovalnice so bile podobno kot banke v domeni tujega kapitala<sup>32</sup>. *Prva slovenska zavarovalnica* z imenom *Vzajemna zavarovalnica* je bila ustanovljena istega leta kot Ljubljanska kreditna banka in je bila v nasprotju z banko ustanovljena izključno s slovenskim kapitalom. Sprva je poslovala na področju požarnih zavarovanj in zavarovanju zvonov.

Slovensko gospodarstvo in finančni posredniki so **v začetku 20. stoletja** doživeli hiter razmah. Delež tujega kapitala se je zmanjševal, kar je povzročilo *ustanovitev novih delniških bank* (Jadranska banka v Trstu leta 1905, Kranjska deželna banka leta 1910<sup>33</sup>, Ilirska banka v Ljubljani leta 1916). Delniške banke so imele značaj univerzalnih bank in so omogočile tako kratkoročno kot dolgoročno poslovno kreditiranje. Z nastankom jugoslovanske države pa je slovenski kapital dobil tudi politično oporo. Odpravljen je bil jezikovni dualizem, ki je oviral razvoj gospodarstva in finančnih institucij.

Vzporedno z razvojem bank pa se je razvila in utrdila vloga *Vzajemne zavarovalnice*, ki se je iz majhnega podjetja razvila v močnega finančnega posrednika, z zastopstvi v vseh pomembnejših krajevnih centrih. Svoje poslovanje je zavarovalnica po ustanovitvi jugoslovanske države razširila proti jugu (Zagreb, Split, Beograd), da bi tako nadomestila škodo, ki je nastala z izgubo ozemlja, ki je ostalo pod Italijo in Avstrijo. Vzporedno z geografskim širjenjem poslovanja pa je potekalo tudi širjenje na druge oblike poslovanja tako, da se je iz požarne zavarovalnice razvila v splošno zavarovalnico (Peternelj, 1995, str. 16-17).

**Pomemben mejnik** v razvoju slovenskega finančnega posredništva **predstavlja leto 1924** ko je bila ustanovljena *Ljubljanske borze za blago in vrednote*. Borza je sprva dobila dovoljenje le za poslovanje z blagom in efekti, ne pa tudi za poslovanje z valutami, kasneje, leta 1927, pa je

---

<sup>31</sup> Na slovenskem ozemlju so do takrat poslovale le podružnice dunajskih in grških bank.

<sup>32</sup> Prevladovali so podružnice avstrijskih, nemških ter madžarskih zavarovalnic.

<sup>33</sup> Kranjska deželna banka se je prištevala k denarnim zavodom (razne hranilnice in posojilnice vseh vrst), saj se ni ukvarjala s posojili gospodarstvu in ustanavljanjem delniških družb tako kot ostale banke. Ljubljanska kreditna banka je bila na primer leta 1927 udeležena v kapitalu 19 industrijskih podjetij (Waltritch, 1982, str. 92).

dobila dovoljenje tudi za trgovanje z valutami in devizami (Balkovec, 1994, str. 75-79). Ljubljana je tako postala pomembno finančno središče. K temu pa so poleg bank in borze pripomogle tudi številne regulativne oziroma samoupravne hranilnice in kreditne zadruge.

**Pred drugo svetovno vojno** je bilo v Sloveniji 18 zavarovalnic (Peternelj, 1995a, str. 13), večina od teh so bile majhne podružnice tujih zavarovalnic, 9 privatnih bank z 10 podružnicami, 6 podružnic hrvaških bank, 6 podružnic državnih denarnih zavodov, 28 regulativnih oziroma samoupravnih hranilnic ter 510 kreditnih zadrug (Guštin, 1987, str. 81-82).

Finančno posredništvo na Slovenskem je bilo prav tako kot celotno gospodarstvo po drugi svetovni vojni znatno ohromljeno. Predvsem italijanski in nemški in okupatorji **so med vojno** vsak na svoj način omejili delovanje domačih bank in ostalih posrednikov, hkrati pa so pritegnili na slovensko območje svoje, torej tuje banke. Z ustanovitvijo *Denarnega zavoda Slovenije* leta 1994, ki je imel značaj splošnega bančnega zavoda in emisijske banke,<sup>34</sup> je Slovenija naredila pomemben korak k ponovni graditvi slovenskega finančnega sistema.

**Po drugi svetovni vojni** se je v Sloveniji vzpostavil nov družbenoekonomski sistem, ki je vplival na spremembo gospodarstva in posledično na spremembo finančnega sistema. *Razvojne faze finančnega sistema in s tem finančnih posrednikov* lahko razdelimo na štiri obdobja (Katunarić, 1988, str. 102):

- prvo obdobje od leta 1945 do leta 1951;
- drugo obdobje od leta 1952 do leta 1965;
- tretje obdobje od leta 1966 do leta 1971 in
- zadnje obdobje od leta 1972 do leta 1990.

Za vsa štiri obdobja je značilno, da se je finančni sistem vseskozi spreminjal oziroma reorganiziral in prilagajal političnem položaju Slovenije. Bančništvo je bilo v **začetnem obdobju** zelo omejeno in voden strogo administrativno. Izdan je bil *prvi zakon o bankah in hranilnicah*, po katerem so bile banke razvrščene v pet razredov, in sicer: zvezne, republiške, lokalne ter združne in privatne banke. Nova politična ureditev je prinesla na področje zavarovalništva centralizacijo in državno lastništvo nad Vzajemno zavarovalnico, ki se je preimenovala v *Zavarovalni zavod Slovenije*. Le-ta je smel sklepati posle le v privatnem sektorju. Obseg poslovanja se je razširil konec leta 1946, ko je prišlo do *združitve Zavarovalnega zavoda Slovenije in Državnega zavarovalnega zavoda*, pri tem je slednji dobil celotno poslovno mrežo Zavarovalnega zavoda Slovenije.

---

<sup>34</sup> Emisijska banka je banka, ki opravlja bančne operacije, a ima tudi pravico izdajati bankovce in vrednostne papirje.

**V obdobju od leta 1952 do 1965** je prišlo do združitve vseh obstoječih bank in mestnih hranilnic z Narodno banko Jugoslavije, posledica česar je bil nastanek enobančnega sistema, ki je bil preveč centralističen in administrativen, da bi spremljal čedalje večjo samostojnost gospodarstva (Bobek, 1966, str. 32). V istem obdobju je namreč prišlo do ponovne uvedbe večbančnega sistema.

*Ustanovitev Ljubljanske banke*<sup>35</sup> **v tretjem obdobju** je bil prvi resnejši poskus, da bi se Slovenija na področju bančništva zopet postavila na noge. Ljubljanska banka je s svojim razširjenim poslovanjem in močno razpredeno mrežo poslovalnic po Jugoslaviji ter nekaterimi posegi v tujini (podružnica v Frankfurtu in druge) ustvarila temelje slovenskemu finančnemu sistemu v okviru Jugoslavije (Kavčič, 1996, str. 234-240). Na področju zavarovalništva so šestdeseta leta prinesla *decentralizacijo*, s tem pa tudi nastanek številnih manjših zavarovalnic. Spoznanje, da je za solidno izravnavo tveganj potrebna večja zavarovalnica, je kmalu pripeljalo do združitve manjših zavarovalnic z območja Slovenije in Hrvaške v *Zavarovalnico Sava*, ki je imela sedež v Ljubljani.

**V obdobju od leta 1972 do 1990** so v finančnem sistemu delovale narodna banka Jugoslavije z narodnimi bankami republik in pokrajin, banke, ki so se delile na interne<sup>36</sup>, temeljne<sup>37</sup> in združene<sup>38</sup> ter hranilno kreditne institucije. Leta 1976 sta se Zavarovalnica Sava in Zavarovalnica Maribor združili v *Zavarovalno skupnost Triglav*, ki je bila vse do leta 1990 ena največjih zavarovalnic v nekdanji Jugoslaviji. Leta 1990 se je Zavarovalna skupnost Triglav preoblikovala v delniško družbo. V tem obdobju se je začelo razvijati tudi *pozavarovanje*, saj je zavarovalnica Sava sprva (1973) ustanovila pozavarovalni oddelek, kasneje (1977) pa Pozavarovalno skupnost Sava, kot samostojno pravno osebo. Sprejetje zakona o združenem delu je povzročilo nastanek nove socialistične doktrine, ki je močno zavrla razgibano gospodarstvo. Za to obdobje so bile značilne, kot navaja Ribnikar *čudaške*, »Ponzi« *finance*, sistem ekstremnega in neuresničljivega financiranja (Ribnikar, 1989, str. 5), posledično pa so bili tudi finančni posredniki posebni ali nenavadni, saj so bili prilagojeni delovanju tako imenovanega *plansko-tržnega sistema*<sup>39</sup>. Bankam so se v naraščajoči inflaciji začele resno večati zamrznjenost in fiktivnost njihovih naložb. Banke so prikrievale fiktivnost in zamrznjenost svojih naložb z velikim pritokom denarja prek rasti bančnih vlog in posojil narodne banke Jugoslavije, pri kateri se je hitro povečevala črna luknja (izguba) na aktivih njene premoženjske bilance (Ribnikar, 2001, str. 28). Banke so bile predvsem institucije, ki so dajale posojila, medtem ko je bila funkcija finančnega posredništva

<sup>35</sup> Ljubljanska banka je nastala na osnovi združitve Splošne gospodarske banke in Kreditne banke in hranilnice.

<sup>36</sup> Interne banke so bile banke posamezne temeljne organizacije združenega dela (TOZD-a), katere naloga je bila prispevek k boljšemu denarnemu pretoku in kroženju denarnih sredstev med TOZD-i (Katunarič, 1988, str. 127-174).

<sup>37</sup> Temeljne banke so za razliko od internih bank poslovale na širšem področju v različnih gospodarskih sektorjih. Ukvarjale so se z vsemi bančnimi posli, tudi s kreditiranjem gospodarstva (Katunarič, 1988, str. 127-174).

<sup>38</sup> Združena banka je bila specifična banka, ki jo je sestavljajo več temeljnih bank skupaj, katere so kljub združitvi ohranile svojo samostojnost (Katunarič, 1988, str. 127-174).

<sup>39</sup> Gre za hibrid planskega in tržnega gospodarstva, ki se je razvil le na področju Jugoslavije.

postavljena močno na stran. To obdobje se je bolj in bolj razvijalo v finančni polom, vse nenavadnosti v finančnem sistemu pa so se, logično, odražale tudi v gospodarstvu, ki je postajalo vse bolj nefinančno in zaprto vase. Nujna je bila reforma, ki bi plansko-tržno gospodarstvo nadomestila s tržnim (Ribnikar, 2001, str. 28).

### 3.5.2 Po letu 1991

Z odcepitvijo Slovenije in razglasitvijo njene politične samostojnosti v letu 1991 se je začelo v razvoju finančnega sistema in s tem finančnih posrednikov novo poglavje.

#### 1. Bančni prostor

S sprejetjem bančne zakonodaje v letu 1991 se je v Sloveniji vzpostavil *dvobančni sistem*, v katerem obstaja poleg centralne banke, to je Banke Slovenije, še množica poslovnih bank. Na dan 01.09.1991 je imelo na slovenskem ozemlju dovoljenje Banke Slovenije za poslovanje 27 bank; vse so bile vpisane tudi v sodni register. Od tega je bilo 14 bank v sistemu Ljubljanske banke, Stanovanjsko-komunalna banka (danes ne obstaja več) in Abanka, ki sta se osamosvojili iz bivših združenih bank, deset bank pa je bilo ustanovljenih v letu 1990 in 1991 (Zamernik, 1991, str. 611-621). Do leta 1992 je nastalo sedem novih bank, tako da jih je bilo v Združenju bank Slovenije kar 34.

Slovenski bančni prostor je bil v prvih letih samostojne Slovenije razdrobljen in praviloma izrazito teritorialno organiziran, z redkimi izjemami nekaterih novo nastalih bank. Točen podatek o številu hranilnic na začetku uvajanja novega finančnega sistema ne obstaja, saj se je cela vrsta bivših internih bank in posebnih finančnih služb preimenovala v hranilnice, ki so se prilagodile novemu zakonu in se preoblikovale v prave hranilnice ali pa so bile ukinjene (Mežnar, 1998, str. 36). Zaradi nenavadnosti poslovanja bank pred osamosvojitvijo, ki je povzročila, da so bile banke dejansko nesolventne, je bila sanacija bank nujen korak k sanaciji finančnega sistema in s tem posledično celotnega gospodarstva.

*Sanacija bank* se je izvršila z izločitvijo in prenosom slabih terjatev na Agencijo za sanacijo bank in hranilnic, ki so bile nadomeščene z obveznicami, za katere je jamčila država in so tako prešle v javni dolg. Oziroma je bila sanacija bank, kot navaja Ribnikar, kombinacija splošne sanacije in individualne sanacije. »*Individualno* sta morali biti sanirani dve banki (LB in KBM), ki ju je zato država morala poddržaviti. Druge banke so bile sanirane s *splošno sanacijo*, in sicer tako da so dobile približno toliko obveznic, kolikor so znašale njihove izgube ali kolikšna je bila zaradi deviznih vlog prebivalstva praznina v njihovi aktivni« (Ribnikar, 18, 2001). S sklepom Banke Slovenije v letu 1997 je bilo ugotovljeno, da obe banki (LB in KBM) izpolnjujeta pogoje za izstop iz sanacije. Pripravljeni sta bili za privatizacijo. V septembru 2002 je bila zaključena *prva*

faza privatizacije Nove Ljubljanske banke<sup>40</sup> s prodajo 34-odstotnega deleža države belgijski bančno-zavarovalniški skupini KBC in 5 - odstotnega deleža Evropski banki za obnovo in razvoj (EBRD).

Domačim bankam so se v naslednjih letih pridružile še *podružnice tujih bank*, predvsem avstrijskih, ki so v slovenski bančni prostor vnesle nekoliko zdrave konkurence. Nadalje je bilo za slovenski bančni prostor značilno združevanje oziroma povezovanje bank v *bančne skupine* (na primer: Bančna skupina Banke Koper, ki sta jo sestavili Banka Koper in M banka, Bančna skupina SKB, ki sta jo sestavili SKB Banka in UBK banka, itd.) in pa *vstop tujega kapitala* v slovenske banke. Večji del tujega kapitala prihaja iz Avstrije, Italije in Francije, tujci, pa niso samo udeleženci v kapitalu, ampak tudi 100% lastniki bank. Tuje investicije v bančni sektor sicer delujejo pozitivno, vendar Ribnikar opozarja na prevelike tuje neposredne investicije v banke, s čimer si lahko tujci pridobijo prevelik nadzor nad večino naših podjetij (»ne bi smeli dovoliti, da pride večina bančnega kapitala v roke tujcev, kot tudi ne dovoliti, da pridejo v tuje roke naše največje banke«) (Ribnikar, 1994, str. 283).

V zadnjih letih, predvsem po letu 2000 so začele slovenske banke s *širitvijo svojega poslovanja na trge jugovzhodne Evrope*, predvsem na trge bivše Jugoslavije<sup>41</sup> hkrati pa so svoje poslovanje razširile v smislu dopolnilnih dejavnosti (na primer faktoring, forfeiting, leasing, nepremičninsko poslovanje, vzajemni skladi, itd)<sup>42</sup>, običajno preko svojih hčerinskih podjetij. To isto obdobje pa je zaznamovano tudi s prehodom bank na nove informacijske poti poslovanja oziroma začetek *elektronskega bančništva* (poslovanje po internetu, mobilnih telefonih).

Na dan 31.12.2003 je bilo v Sloveniji poleg Banke Slovenije 19 poslovnih bank (od tega ena v likvidaciji), 5 tujih podružnic (iz Avstrije, Italije in Velike Britanije) ter dve hranilnici (Delavska hranilnica, Hranilnica Lon) (Banka Slovenije, [www.bsi.si/html/kazalo.asp](http://www.bsi.si/html/kazalo.asp)) kar kaže na to, da se je število bank in hranilnic glede na leta takoj po osamosvojitvi vendarle precej zmanjšalo, kar je za majhen slovenski finančni prostor smiselno in ekonomsko učinkovito.

## 2. Zavarovalnice

Na področju zavarovalništva so se leta 1991 od Zavarovalnice Triglav osamosvojile in preoblikovale v samostojne delniške družbe *Zavarovalnica Maribor*, *Zavarovalnica Tilia* in

---

<sup>40</sup>Nova Ljubljanska banka d. d. je bila ustanovljena julija 1994. Prevezla je premoženje, celotno poslovanje in del obveznosti Ljubljanske banke d. d.

<sup>41</sup>primer NLB: V letu 2003 se je Skupina NLB v tujini povečala za Montenegrobanko, Prvo Preduzetničko banko, kasneje preimenovano v LHB Bank Beograd, ter novoustanovljeno banko West East Bank v Bolgariji, ki ima status pridružene banke. Ostale novoustanovljene članice Skupine LB InterFinanz Beograd, LB Leasing Beograd in CBS Invest Sarajevo so usmerjene na rast poslov forfeitinga, lizinga in upravljanja z nepremičninami NLB d.d. (URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=1343&SeS=8095227422909-1095876845>)

<sup>42</sup> Vzroki za to v poglavju: Vpliv vzajemnih skladov na spremembo bančnega poslovanja.

*Zavarovalnica Adriatic*. Enote Zavarovalnice Triglav na Hrvaškem so postale prav tako samostojne delniške družbe z večinskim slovenskim kapitalom. Pri nas pa sta se podobno preoblikovali hrvaška zavarovalnica Croatia v Slovenico in srbska zavarovalnica Dunav v Ljubljansko zavarovalnico, hkrati pa so nastale nove zavarovalnice (na primer Mercator, Merkur, itd.) (Statistični zavarovalniški bilten, 1995, str. 17). V letu 1991 je bilo vsega 7 zavarovalnic, od tega 2 pozavarovalnici.

Leta 1992 so se zavarovalnice povezale v Slovenski zavarovalni biro, ki se je v leta 1997 preimenoval v *Slovensko zavarovalno združenje (SZZ)*. Gre za gospodarsko interesno združenje vseh slovenskih zavarovalnic.

*Delež tujega kapitala* je bil v slovenskih zavarovalnicah tako v prvih letih po osamosvojitvi kot tudi danes majhen. Po podatkih SZZ je v letu 2003 kar 11 zavarovalnih družb v rokah slovenskega kapitala, v družbah Generali, Grawe, Merkur in NLB Vita je tuj kapital prisoten v večinskem ali vsaj 50 - odstotnem deležu, v zavarovalnici Adriatic in pozavarovalnici Sava pa je zastopan v manjšinskem deležu (Statistični zavarovalniški bilten, 2004, str. 14).

V letu 2003 je na slovenskem ozemlju poslovalo 15 zavarovalnic, od tega 12 klasičnih zavarovalnic in 3 druge članice SZZ (na primer Slovenska izvozna družba) ter dve pozavarovalnici. Zavarovalniški trg je še vedno precej asimetričen, saj kar 75,65 - odstotni delež trga pokrivajo 3 zavarovalnice, to je Zavarovalnica Triglav, Vzajemna zavarovalnica in zavarovalnica Maribor (Statistični zavarovalniški bilten, 2004, str. 17). *Z vstopom Slovenije v Evropsko skupnost (EU)* je postal slovenski zavarovalniški trg zanimiv tudi za druge članice EU, po podatkih Agencije za trg vrednostnih papirjev jih namreč kar 25 čaka na dovoljenje za poslovanje (Statistični zavarovalniški bilten, 2004, str. 14). S tem bo tudi na ta segment finančnega trga vnesena konkurenca in s tem hitrejši in kvalitetnejši razvoj domačih zavarovalnic.

### 3. Drugi finančni posredniki

Poleg bank, hranilnic in zavarovalnic so se v slovenskem finančnem sistemu po letu 1991 oblikovali še drugi finančni posredniki, ki so bili vsekakor novost. **Pooblaščne investicijske družbe (PID-i)** so nastale v funkciji zakona o odpravi družbene lastnine podjetij. Ustanovile so jih **pooblaščne družbe za upravljanje**, ki jih hkrati tudi upravljajo (Ribnikar, 2001, str. 19). PID-i so odigrali vlogo pri privatizaciji<sup>43</sup> premoženja v Sloveniji oziroma pri zbiranju lastniških certifikatov. Njihovi delničarji so bili posamezniki, ki so se odločili, da bodo zamenjali svoje lastniške certifikate za delnice teh družb.

---

<sup>43</sup> Ribnikar navaja, da lahko o privatizaciji v Sloveniji govorimo le v nekaterih primerih, v večini primerov pa ni ustrezno govoriti niti o privatizaciji niti o lastninjenju, ampak lahko govorimo le o odpravi družbene lastnine. Več o tem Ribnikar (Ribnikar, 2001 str. 15-17).



S sprejetjem pokojninske reforme v letu 2000 in s tem oblikovanjem treh pokojninskih stebrov<sup>44</sup> so se v Sloveniji pojavili novi finančni posredniki in sicer **pokojninske družbe**, ki v okviru drugega pokojninskega stebra omogočajo obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje. Gre pravzaprav za družbe, ki so specializirane za dodatna pokojninska zavarovanja (*na primer Pokojninska družba A, Moja naložba, Prva pokojninska družba*, itd.). V okviru drugega stebra so se razvili tudi **vzajemni pokojninski skladi** (*na primer Probanka, A III, Kapitalski vzajemni pokojninski sklad*, itd.), kjer gre za premoženje, ki je financirano s sredstvi, zbranimi z vplačilom premij prostovoljnega dodatnega zavarovanja oziroma ustvarjenega z upravljanjem s temi sredstvi in je namenjeno kritju obveznosti do zavarovancev prostovoljnega dodatnega zavarovanja. Vzajemni pokojninski skladi niso pravne osebe, temveč gre za premoženje s katerim upravljajo zavarovalnice, banke, pokojninske družbe in Kapitalska družba.

Poleg navedenih finančnih posrednikov se v slovenskem prostoru vse bolj uveljavljajo **vzajemni skladi**, katerih prvi začetki poslovanja segajo v leto 1992, ko je bil ustanovljen prvi vzajemni sklad *Galileo*, ki ga od leta 1996 upravlja Kmečka družba, bolj znana pod imenom KD. Kljub povečanemu poslovanju v zadnjih letih oziroma očitnemu napredku predvsem po spremembi zakonodaje v l. 2002, pa moramo vedeti, da je poslovanje oziroma upravljanje z vzajemnimi skladi na Slovenskem še vedno slabo razvito oziroma v začetni razvojni fazi (v primerjavi z razvitim ameriškim trgom). Širši krog varčevalcev (pri tem podjetja niso izvzeta) se šele seznanjajo z njihovo vsebino in prednostmi pred drugimi oblikami varčevanja. Skupaj z vzajemni skladi so se na trgu pojavile *Družbe za upravljanje (DZU)*, ki so ustanovljene izključno za upravljanje vzajemnih skladov, kar pomeni, da ne smejo opravljati drugih dejavnosti.

#### **4. VZAJEMNI SKLADI NA RAZVITEM FINANČNEM TRGU (ZDA)**

Dejavnost vzajemnih skladov je najmočneje razvita na ameriških finančnem trgu. Konec leta 2003 je obseg sredstev v ameriških vzajemnih skladih znašal 7.414 mrd USD, kar je kar 53 % celotnega svetovnega tržišča (Mutual Fund Fact Book, 2004, str. 42). Več kot 80 milijonov ljudi, to je vsako drugo ameriško gospodinjstvo, investira v vzajemne sklade. Zanimanje za to vrsto naložb se je v zadnjih 25-ih letih izjemno povečalo.

Vzajemni skladi so na ameriškem tržišču *prevladujoča oblika investicijskih skladov*, saj predstavljajo okoli 90 % vseh sredstev investicijskih skladov (Bodie et al., 2005, str. 112).

---

<sup>44</sup> S 01.01.2000 je v Sloveniji začela veljati pokojninska reforma, kar je pomenilo organiziranost pokojninskega zavarovanja v treh stebrih. Prvega predstavlja osnovni državni pokojninski načrt, ki ga izvaja Javni zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, drugi steber je sestavljen iz dveh delov, in sicer iz dodatnega obveznega pokojninskega zavarovanja in prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, tretji steber pa je naložbeni sistem prostovoljnega dodatnega zavarovanja.

## 4.1. IZHODIŠČA

V izhodišču si bomo pogledali dvoje tematik. Prvič, zakaj sploh uporabiti vzajemne sklade kot obliko naložbe in drugič vsebino vzajemnih skladov.

### 4.1.1. Zakaj vzajemni sklad? <sup>45</sup>

Predpostavljamo, da imam pred sabo *individualnega investitorja*, ki želi investirati, v investicijskem smislu nizek znesek, to je 1 mio SIT, ob tem pa želi zasledovati tri pomembne cilje. In sicer prvič, investitor želi varno naložbo, nekaj podobnega kot bančni depozit. Drugič, želi donos na svojo naložbo, in sicer čim večji, torej želi investirati v nekaj, kjer so pričakovanja za rast njegovega premoženja realna. In kot tretje želi, zaradi svojega pomanjkljivega znanja in časa, visoko specializiranega profesionalca, ki bo uspešno upravljal z njegovim milijonom tolarjev.

V predhodnih poglavjih smo pojasnili, da so finančni posredniki tisti člani v verigi akterjev na finančnih trgih, ki zaradi ekonomije obsega in drugih prednosti omogočajo svojim komitentom (med njimi seveda tudi individualnim varčevalcem) hitrejšo, varnejšo in cenejšo pridobivanje virov financiranja in večjo donosnost njihovih naložb.

Poglejmo torej, kateri finančni posrednik bi najučinkovitejše zadovoljil vse tri cilje našega investitorja.

Bančni depozit ali kakšna druga naložba s fiksnim donosom omogočata varnost, vendar običajno prinašata zelo nizke obresti in tako nizka in fiksna pričakovanja rasti premoženja.

Vlaganje v vrednostne papirje in sicer delnice lahko prinese visoke donose, vendar pa je dejstvo, da milijon tolarjev ni veliko premoženje in če ga investitor naloži v delnice enega samega podjetja, je tveganje v primeru slabega poslovanja izjemno visoko. Investitor lahko najame borznega posrednika, ki v okviru borzno-posredniške hiše (agentske finančne institucije) trguje z vrednostnimi papirji, ki kotirajo na borzi, ki mu bo nudil svetovanje za nakup ali prodajo vrednostnega papirja, seveda za določeno provizijo, ki tako milijon tolarjev začetnega premoženja ustrezno zmanjša. Borzno-posredniške hiše nudijo poleg borznega posredovanja, to je nakupa in prodaje posameznih vrednostnih papirjev, tudi upravljanje s premoženjem, kjer pa je običajno zahtevano neko minimalno vstopno premoženje, ki pa presega 1 mio SIT in je tako za vlagatelja, ki ima majhne privarčevane zneske, nedosegljivo.

---

<sup>45</sup> Povzeto po Mutual Fund Education Alliance

[ URL: <http://www.mfea.com/GettingStarted/LearningTopics/Basics/TheBasics.asp> ]

Odgovor na vprašanje kam naj naloži posameznik svoje prihranke ob omejitvah in želji, da bi ustrezno zadovoljil vse tri zahtevane cilje hkrati, je vzajemni sklad.

#### 4.1.2. Kaj je vzajemni sklad?

Vzajemni sklad je tisti finančni posrednik, ki individualnemu investitorju omogoči:

- vlaganje nizkih privarčevanih zneskov;
- izpolnitev njegovega cilja po rasti premoženja;
- razpršitev tveganja in
- profesionalno upravljanje njegovega premoženja in s tem nadomeščanje njegovega pomanjkanja znanja in časa.

Vse navedeno pa je tudi glavni vzrok, zakaj je prišlo na ameriškem trgu do tako silovitega razmaha dejavnosti vzajemnih skladov v zadnji četrtini stoletja.

Poglejmo si nekatere *opredelitve vzajemnih skladov* s strani domačih in tujih avtorjev.

Vzajemni skladi so odprti investicijski skladi, pri katerih ni določena velikost kapitala ali število delnic. Vsakdo, ki želi naložiti svoje premoženje v ta sklad, lahko dobi delnico sklada (Ribnikar, 1994, str. 84) in sicer po dnevni tržni vrednosti enote premoženja sklada. Po tej vrednosti so vzajemni skladi tudi dolžni od investitorjev kadarkoli odkupiti njihove delnice. Podobno kot Ribnikar opisuje vzajemni sklad tudi Mramor, ko pravi, da obseg izdanih investicijskih kuponov (v ZDA delnic) takšnega sklada ni omejen in dodaja, da lahko lastniki sklada kadarkoli unovčijo investicijske kupone po dnevni tržni vrednosti (Mramor, 1999, str. 85, 86).

Vzajemni skladi so finančni posredniki, ki zbirajo premoženje in sredstva posameznikov in podjetij in jih investirajo v različne vrednostne papirje, tako da je tveganje razpršeno (Saunders, 2003, str. 104). Baumol navaja, da so odprti investicijski skladi ali vzajemni skladi najbolj popularne investicijske družbe, ki so bile prav zaradi tega podvržene mnogim regulacijskim postopkom (Baumol, et.al., 1993, str. 16). Bodie, Kane in Marcus pa opisujejo vzajemne sklade kot sklade, ki prodajajo deleže po njihovi neto sedanji vrednosti (NAV – »net asset value«). Ko pa želi investitor prodati delež nazaj skladu, ga zopet prodaja po neto sedanji vrednosti (Bodie et al., 2005, str. 109).

*Pri vzajemnih skladih gre torej za skupek premoženja pravnih in fizičnih oseb, ki so svoje prihranke naložile na račun vzajemnega sklada. S tem premoženjem upravljajo upravitelji, in sicer vlagajo to premoženje v naložbe na trgu kapitala, to je naložbe v različne vrednostne papirje, tako delnice, obveznice kot tudi v naložbe denarnega trga. Naložbe, ki so v premoženju sklada, predstavljajo *aktivno stran* bilance stanja vzajemnega sklada. Premoženje vzajemnega*

sklada je razdeljeno na enake *enote ali točke* vzajemnega sklada, katere lastniki so investitorji. Točke predstavljajo *pasivno stran* bilance stanja vzajemnega sklada. Vsaka točka predstavlja sorazmerni delež vseh naložb, ki sestavljajo premoženje vzajemnega sklada. Denar investitorja je v enakih deležih razpršen v vrednostne papirje, kot je razpršena celotna naložbena struktura vzajemnega sklada.

*Investicijski kupon* se glasi na eno ali več enot premoženja vzajemnega sklada. Kot je bilo že omenjeno, lahko investicijske kupone investitor kadarkoli kupi (vloži svoje prihranke) in proda vzajemnemu skladu nazaj (dvig prihrankov). Kupon se glasi na ime in ni prenosljiv. Vplača se v denarju in v celoti.

Če povzamemo: *Vzajemni sklad ni ne pravna, ne fizična oseba, temveč le premoženje, s katerim upravlja družba za upravljanje ali DZU. Lastnik vzajemnega sklada ni družba za upravljanje, temveč investitorji, sorazmerno z vloženim kapitalom.*

## **4.2. ZNAČILNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV**

### **4.2.1. Likvidnost in cena**

Vzajemni skladi omogočajo investitorjem, bodisi da gre za fizične ali pravne osebe, enostaven vstop in izstop iz sklada oziroma takojšen dvig vloženih denarnih sredstev. Gre za *visoko likvidnost* teh instrumentov, saj v primerjavi z bančnimi depoziti, ki so običajno vezani na neko obdobje (tri mesece, pol leta, leto ali več), nimajo časovne omejitve. Investitorji lahko denar dvignejo kadarkoli želijo oziroma lahko kadarkoli unovčijo investicijske kupone po dnevni tržni vrednosti enote premoženja oziroma točke sklada. Običajno vzajemni skladi izvršijo izplačilo v dveh, treh ali štirih dneh od poziva investitorja.

Mnogi ameriški skladi (predvsem skladi denarnega trga) omogočajo investitorjem tudi *ugodnosti čekovnega poslovanja*. In sicer omogočajo uporabo čekov v breme premoženja, ki ga ima investitor pri vzajemnem skladu. Veliko skladov ponuja »brzovjaven odkup« (»wire redemption«), ki omogoča, da sklad, ko dobi zahtevo investitorja po unovčitvi investicijskih kuponov, prenese to oplemeniteno premoženje direktno na njegov čekovni oziroma transakcijski račun pri poslovni banki preko posebnega bančnega sistema (»bank wire-transfer system«). Nekateri vzajemni skladi zahtevajo, da se zahteva po vnočitvi sredstev naredi izključno v pisni obliki s podpisom poslovne banke pri kateri ima račun. Na ta način investitorja zavarujejo, da ne bi prišlo do zlorabe njegovega premoženja oziroma do nezakonitega dviga sredstev.

Vsi vzajemni skladi morajo dnevno izračunavat ceno ali **vrednost enote** (točke) **premoženja** – **VEP** in jo tudi dnevno objavljat. VEP se izračuna tako, da se od tržne vrednosti vseh naložb, ki jih ima sklad v svojem premoženju na določen dan, odštejejo vse obveznosti (upravljalne in

druge provizije, plače zaposlenih, najemnine,...) in morebitne rezervacije, ki jih mora sklad poravnati tisti dan. Dobljeno razliko, ki se imenuje čista vrednost sredstev<sup>46</sup>, delimo s številom vseh točk sklada, ki so v obtoku oziroma v lasti vlagateljev tisti dan (Pirtovšek, 2003, str. 6).

VEP se giblje med prodajno in odkupno ceno enote premoženja. Prodajno ceno enote premoženja dobimo tako, da se k vrednosti enote premoženja prišteje vstopna provizija, odkupno ceno enote pa tako, da enoto zmanjšamo za izstopno provizijo.

#### 4.2.2. Stroški in provizije

Vsi vzajemni skladi so v ameriškem finančnem sistemu dolžni v prospektu sklada jasno predstaviti vse stroške in provizije, katere mora investitor poravnati pri vstopu in izstopu v vzajemni sklad. V letu 1988 je namreč SEC<sup>47</sup> predpisal standardizirano tabelo provizij kot sestavni del vsakega prospekta.

Stroški, ki jih je vlagatelj dolžan poravnati, se na splošno delijo na **provizije** (*»shareholders fees«*) ter na letne **operativne stroške** (*»annual fund operating expenses«*). Provizije investitor plača neposredno, stroške pa posredno, saj jih upravitelj odšteje od čiste letne vrednosti sredstev sklada (Pirtovšek, 2003, str. 14). Provizije so sledeče:

- **prodajna provizija** (*»sales charge«*), ki se deli na *vstopno provizijo* (*»front-end load«*), ki jo vlagatelj plača pri vstopu v vzajemni sklad, to je pri nakupu točk in na *izstopno provizijo* (*»back-end load«*), ki jo zaračunajo ob prodaji oziroma izstopu iz sklada; vstopne provizije ne smejo presegati zgornje meje, to je 8,5 %, običajno pa znašajo v razponu med 3 % in 5,75 % (Benz, et al., 2003, str. 49); izstopne provizije običajno znašajo od 5 % do 6 % in se vsako leto znižajo za 1 % (Bodie et al., 2005, str. 116).
- **odkupna provizija** (*»redemption fee«*); ta provizija pokriva druge, neprodajne stroške, povezane z odkupom točk sklada; običajno ne preseže 1 % vrednosti sklada;
- **menjalna provizija** (*»exchange fee«*) se plača pri prenosu vložnih sredstev iz enega v drugi sklad znotraj iste družine skladov;
- **letna provizija za vodenje računov** (*»annual account maintenance fee«*); zaračunavajo jo nekateri skladi, da pokrijejo stroške vodenja računov strank z nizkim stanjem vložnih sredstev;

---

<sup>46</sup> Čista vrednost sklada je enaka likvidacijski vrednosti sklada oziroma znesku, ki je na razpolago, če se proda celotno premoženje sklada (Livingston, 1990, str. 88).

<sup>47</sup> SEC je ameriška Komisija za trg vrednostnih papirjev (*»The U.S. Securities and Exchange Commission«*).

Jasno je, da provizije zmanjšajo vrednost premoženja, ki se investira v sklad, in je tako določena donosnost potrebna samo zato, da investitor pride na ničlo.

Poleg provizij, ki se vplačajo predvsem pri vstopu in izstopu v sklad, skladi periodično (običajno na letni ravni) zaračunavajo tudi operativne stroške, in sicer kot odstotek od vrednosti sredstev sklada, in sicer:

- **upravljaljsko provizijo** (*»management fee«*) zaračunava družba za upravljanje in sicer za upravljanje premoženja sklada in s tem povezanih storitev; običajno se giblje med 0,2 % in 1 % od čiste letne vrednosti sredstev sklada;
- **distribucijska (12b-1) provizija** (*»distribution 12b-1 fee«*); leta 1980 je SEC uvedel pravilo 12b-1, ki omogoča zaračunavanje posebne provizije, s katero se pokrivajo stroški prodaje, trženja in distribucije sklada; sklad lahko zaračuna to provizijo namesto vstopne provizije ali kot njen dodatek, da z njimi poravnava stroške vseh posrednikov pri prodaji točk sklada; zgornja meja je 1 % od povprečne čiste vrednosti sredstev sklada na leto; ta provizija se torej ne zaračunava direktno investitorju, temveč se posrednikom plača iz sredstev sklada;
- **administrativni in drugi operativni stroški** (*»administrative and other costs«*) zajemajo provizije, s katerimi se poplačajo skrbniška banka, revizorske hiše, nadzorni svet, itd; prav tako kot 12b-1 provizija se tudi te izplačajo iz sredstev sklada.

**Koeficient stroškov** (*»expense ratio«*) je razmerje med vsemi operativnimi stroški in povprečno čisto vrednostjo sredstev v upravljanju. Z njim prikazujejo skladi svoje operativne stroške. Koeficient predstavlja odstotni delež povprečne čiste vrednosti sredstev, ki ga sklad v določenem obdobju (mesecu, četrletju, letu) porabi za poplačilo operativnih stroškov (Pirtovšek, 2003, str. 16).

Na ameriškem trgu vzajemnih skladov je v zadnjih letih prisoten trend vlaganja v sklade, ki ne zaračunavajo vstopne in izstopne provizije. Takšni skladi nosijo naziv **skladi brez provizij** (*»no-load funds«*). Naziv sklada brez provizij pomeni tudi to, da skladi ne smejo zaračunavati »12b-1« provizij, višjih od 0,25 %, kar pomeni, da ti skladi običajno prodajajo svoje delnice neposredno vlagateljem, v nasprotju s **skladi s provizijami** (*»load funds«*), ki se pri prodaji poslužujejo različnih prodajnih poti (preko borznih posrednikov, bank, zavarovalnic, supermarketov vzajemnih skladov, itd). Problem pri teh skladih (*»load funds«*) je, da dejansko vsi vlagatelji plačujejo za vzdrževanje prodajnih poti (posrednikov pri nakupu) tudi tisti, ki kupijo točke direktno pri skladu. Obstajajo pa tudi **skladi z nizkimi provizijami** (*»low-load funds«*), ki so se razvili iz skladov brez provizij, ker so hoteli povečati aktivnosti trženja sklada, kar se odraža v nekoliko višjih »12b-1« provizijah in nižjih prodajnih provizijah, ki skupno ne presežejo 3,5 % (Pirtovšek, 2003, str. 17).

*Donosnost skladov* s provizijami ni ne večja niti manjša od donosnosti skladov brez provizij. Vendar pa imajo skladi s provizijami v očeh vlagateljev pogosto prednost, saj gre za osebni pristop, kjer lahko vlagatelji dobijo želene informacije in nasvete za izbor najprimernejšega sklada oziroma skladov. Običajno se provizije in stroški za velike in institucionalne vlagatelje znižajo, in sicer se znižujejo skladno z večanjem vrednosti vloženega premoženja oziroma z večanjem pogajalske moči vlagatelja.

#### 4.2.3. Prednosti vlaganja v vzajemne sklade

Vzajemni skladi, ki so v zadnjem desetletju doživeli izjemen razmah na ameriškem finančnem trgu, imajo celo vrsto prednosti pred drugimi finančnimi storitvami. V literaturi najdemo različne sklope prednosti, navajamo pa Boogla, ki prednosti povzema v štiri sklope. Vzajemni skladi omogočajo (Bogle, 1994, str. 50):

- **visoko likvidnost prihrankov**; investitorji lahko v primeru potrebe po denarnih sredstvih takoj pridejo do denarja oziroma svojih oplemenitenih prihrankov (izplačilo je običajno izvršeno v dnevu ali dveh); zakonska obveza, da upravitelji investirajo v tržne vrednostne papirje je na nek način jamstvo za visoko likvidnost vrednostnih papirjev;
- **široko razpršenost naložb**; portfelj vrednostnih papirjev je široko razpršen, tako po vrstah vrednostnih papirjev (obveznice, delnice, instrumenti denarnega trga, izvedeni finančni instrumenti), kot po panogah in državah, če gre za mednarodne sklade; ta razpršitev premoženja med veliko naložb pa omogoča zbijanje naložbenega oziroma nesistematičnega tveganja na minimum;
- **profesionalno upravljanje<sup>48</sup> z naložbami**; vzajemni skladi zaposlujejo visoko specializirane posameznike, ki se polni delovni čas ukvarjajo s proučevanjem trga, njihovimi gibanji in zakonitostmi in imajo dostop do ključnih informacij, kar jim omogoča skrbno izbiranje naložb v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko; posamezni vlagatelj običajno nima niti znanja, niti dostopa, niti časa za zbiranje, obdelavo in analizo podatkov in informacij;
- **enostaven in udoben pristop**; investitor lahko pristopi k vzajemnemu skladu z nizkimi privarčevanimi sredstvi, hkrati pa lahko pristopi k skladu direktno z nakupom investicijskih kuponov ali pa posredno po raznih posrednikih; upravljavci poleg tega nudijo še celo vrsto dodatnih storitev (na primer vodenje evidenc in pripravo poročil za davčno službo, možnost uporabe čekov pri skladih denarnega trga, avtomatsko

---

<sup>48</sup> Skladi se razlikujejo tudi po tem, ali upravljajo premoženje **aktivno** ali **pasivno**; aktivno pomeni iskanje podcenjenih vrednostnih papirjev in tempiranje trga (prilagajanje premoženja gibanjem trga tako, da se premoženje seli med delnicami, trgom denarja in obveznicami) in s tem doseganje nadpovprečne donosnosti; pasivno pa pomeni naložbe v indekse in oblikovanje optimalnih premoženj (optimalno razmerje med donosom in tveganjem ter optimalno razmerje med tveganji in netveganji naložbami) za posameznega investitorja, prilagojenih njegovim preferencam in nagnjenosti k tveganju.

reinvestiranje kapitalskih dobičkov in dividend<sup>49</sup> v nakup dodatnih delnic sklada po ceni VEP brez prodajne provizije...).

Ena od pomembnih prednosti je tudi slednja, ki jo navajata Fredman in Wiles (Fredman, et al., 1998, str. 30):

- **varnost pred izgubo zaradi neetičnih razlogov;** verjetnost, da bodo investitorji izgubili svoje prihranke, vložene v sklad zaradi prevar, škandalov in stečajev je zelo majhna; pravni okvir, stroga kontrola vzajemnih skladov ter ločenost vloženi sredstev vseh investitorjev od premoženja upraviteljev zagotavlja namreč varnost, ki jo neposredni investitorji v vrednostne papirje nimajo.

Mutual Fund Education Alliance pa navaja še celo vrsto drugih prednosti kot so nizki stroški, možnost cikličnega planiranja (v skladu z življenjskimi obdobji prehod iz enega v drug »no-load« sklad z namenom prilagoditve trenutnim željam in potrebam), on-line dostop, letno prejemanje informacij o rezultatih sklada, vključno s podrobnimi informacijami o naložbah. Veliko skladov pa ponuja tudi posebne investicijske produkte ali programe, ki so prilagojeni izključno otrokom in dijakom [URL: <http://www.mfea.com/GettingStarted/LearningTopics/Basics/TheBasics.asp>].

#### 4.2.4. Slabosti vlaganja v vzajemne sklade

Seveda pa tako kot vsaka stvar nima samo pozitivne, temveč tudi kakšno negativno plat, se tudi investitorji pri vlaganju v vzajemne sklade srečujejo s slabostmi. Rowlandova navaja sledeče (Rowland, 1996, str. 137-138):

- **negarantiran donos;** vzajemni skladi v nasprotju z bančnimi depoziti, investitorjem ne dajejo nobenega zagotovila ali garancije, da bodo njihove naložbe imele točno določen, zagotovljen donos; ni nobene finančne institucije, ki bi zavarovala vloženo premoženje, kot je to v primeru bank država; industrija vzajemnih skladov je pod kontrolo SEC, ki od vzajemnih skladov zahteva predložitve informacij o stroških in provizijah, pretekli uspešnosti ter strukturi premoženja, vendar pa ta institucija ne garantira, da investitor ne bo izgubil vložnega premoženja;
- **minimalni vloženi kapital;** večina vzajemnih skladov zahteva minimalni vložek v višini od 2.500 USD do 25.000 USD, nekateri pa tudi več, to pa v nekem smislu predstavlja omejitev za investitorje z manjšimi sredstvi<sup>50</sup>;

<sup>49</sup> V primeru direktnega nakupa vrednostnih papirjev, se lahko zgodi, da donosi enostavno ležijo na računu in ne prinašajo nobenih obresti.

<sup>50</sup> Nekateri skladi so, da bi omejili to pomanjkljivost, omogočili vstop v sklad tudi s 100 USD s pogojem, da investitor vsak mesec vplača nadaljnjih 50 USD; mnogi skladi so visok prag znižali za nekatere točno določene



- **stroški in provizije**; večina skladov ima komplicirano strukturo prodajnih in ostalih provizij; vstopne provizije segajo tja do največ 8,5 %, kar je več kot zaračunajo borzni posredniki za posredovanje na borzi vrednostnih papirjev; zaradi negotovanja vlagateljev je veliko skladov poskusilo skriti svoje provizije in tako doseči težjo primerljivost med posameznimi skladi;
- **večina skladov nima lokalnih poslovalnic**; običajno komunicirajo z vlagatelji po telefonu ali elektronski pošti s sedeža družbe ali regionalnih storitvenih centrov, tako da morajo vlagatelji svoja vprašanja ali težave reševati po elektronski pošti ali ustno po telefonu in ne v neposrednem stiku z zaposlenimi.

Navajamo tudi nekatere slabosti, ki jih navaja Bogle (Bogle, 1994, str 55-56):

- **nasičenost trga**; ameriški trg je v zadnjem desetletju postal skoraj nasičen<sup>51</sup> z vzajemnimi skladi (včasih število vzajemnih skladov že presega število vrednostnih papirjev), zato je odločitev za pravi sklad, ki bo zadostil vsem vlagateljevim potrebam, težka;
- investiranje v vzajemne sklade **ne omogoča nadzora nad realizacijo kapitalskih dobičkov**; upravitelji skladov ne morejo prodati papirjev ravno v trenutku, ko je to z vidika davkov najbolj ugodno za vsakega investitorja, posebej še, ker veliko investitorjev varčuje preko pokojninskih računov, kjer jih davek na kapitalski dobiček primarno ne zanima.

#### 4.2.5 Informacije o vzajemnih skladih

Osnovna informacija o vzajemnem skladu je njegov *prospekt*. SEC zahteva, da vsak vzajemni sklad v svojem prospektu opiše investicijsko politiko in njene cilje, kakor tudi tveganja (Bodie et al., 2005, str. 125). V prospektu so navedeni tudi investicijski svetovalci in upravljalci premoženja, kot tudi vsi stroški in provizije, povezani z nakupom delnice sklada.

Poleg prospekta pa so vir informacij tudi tako imenovani »Part B« *prospekta*, ki vključujejo seznam vseh vrednostnih papirjev, ki so vključeni v premoženju sklada na koncu poslovnega leta (ali med letom), revidirane finančne izkaze in seznam predsednika in članov uprave ter letno poročilo sklada. *Letno poročilo*, ki se običajno objavlja vsake pol leta (torej kot polletno), prav tako vključuje strukturo premoženja in finančne izkaze, kot tudi opis faktorjev, ki so vplivali na uspešnost sklada v preteklem obdobju.

---

račune, kot so individualni pokojninski računi (razpon nekje od 250 do 500 USD), skrbniški računi za mladoletne osebe.

<sup>51</sup> Za ilustracijo: eden največjih upravljalcev vzajemnih skladov Fidelity Investment ima trenutno na trgu kar 175 različnih skladov.

Glede na veliko število vzajemnih skladov na ameriškem tržišču je za investitorja izbira sklada, ki bo ustrezal njegovim preferencam, naklonjenosti tveganju in želeni donosnosti, zahtevna naloga. Zato je na tem trgu mogoče dobiti celo vrsto *publikacij*, ki ponujajo informacije, ki so lahko pomoč pri investicijskem procesu oziroma odločanju. Publikacije so dostopne ne samo v knjižni, temveč tudi v internetni obliki (glej prilogo 1).

V zadnjem obdobju so tudi vse pomembnejši tako imenovani »supermarketi« vzajemnih skladov, kjer je mogoč ne samo nakup točk velikega števila različnih skladov, temveč omogočajo tudi dostop do informacij o različnih skladih na enem mestu. Običajno omogočajo takšni »supermarketi« tudi primerljivost med skladi po raznih kriterijih (v Sloveniji imamo dva internetna »supermarketa«, in sicer Portal Vzajemci [URL: <http://www.vzajemci.com>] ter Portal Skladi [URL: <http://www.skladi.com>]).

#### 4.3. POJAVNE OBLIKE VZAJMENIH SKLADOV

Konec leta 2003 so lahko investitorji v ZDA vlagali v skupno 8.126 vzajemnih skladov. Le-ti so razdeljeni v 4 osnovne skupine, in sicer glede na to, kakšno vrsto finančnih naložb vsebujejo v svojem premoženju. Znotraj teh štirih osnovnih skupin pa je seveda cela paleta vzajemnih skladov, ki omogočajo investitorjem uresničitev njihovih osebnih finančnih ciljev, hkrati pa družbam za upravljanje, ki upravljajo z različnimi vzajemnimi skladi, omogočajo konkurenčen nastop na finančnih trgih. Poglejmo najprej, katere so štiri osnovne skupine vzajemnih skladov. To so:

- **delniški** ali **lastniški** vzajemni skladi (*»equity mutual funds«*<sup>52</sup>);
- **obvezniški** ali **dolžniški** vzajemni skladi (*»bond mutual funds«*);
- **mešani** vzajemni skladi (*»hybrid mutual funds«*) in
- vzajemni skladi **denarnega trga** (*»money market mutual funds«*).

Delniški vzajemni skladi investirajo večinoma v delnice oziroma lastniške vrednostne papirje, obvezniški koncentrirajo svoje naložbe v obveznice oziroma dolžniške vrednostne papirje. Premoženja mešanih vzajemnih skladov običajno vsebujejo kombinacijo naložb v delnice, obveznice in druge vrednostne papirje. Delniški, obvezniški in mešani vzajemni skladi se imenujejo **dolgoročni** skladi (*»long term funds«*). V nasprotju z njimi pa vzajemni skladi denarnega trga investirajo v instrumente z ročnostjo manjšo ali enako enemu letu, zato jih imenujejo **kratkoročni** skladi (*»short term funds«*).

V letu 2003 je bilo od skupno 8.126 vzajemnih skladov 4.601 delniških, 509 mešanih, 2.043 obvezniških skladov in 973 skladov denarnega trga (glej Tab. 2 na str. 47).

---

<sup>52</sup> V ZDA delniške vzajemne sklade imenujejo tudi *»stock mutual funds«*.

#### 4.3.1. Pregled gibanja vrst vzajemnih skladov v zadnjih 30-ih letih

Do leta 1970 so na ameriškem trgu vzajemnih skladov delovali predvsem delniški vzajemni skladi. Konec leta 1970 je bilo kar 95 % sredstev vseh skladov investiranih v 323 delniških skladov. Ostalih 5 % pa v 38 obvezniških in mešanih skladih (Mutual Fund Book, 2004, str. 36)

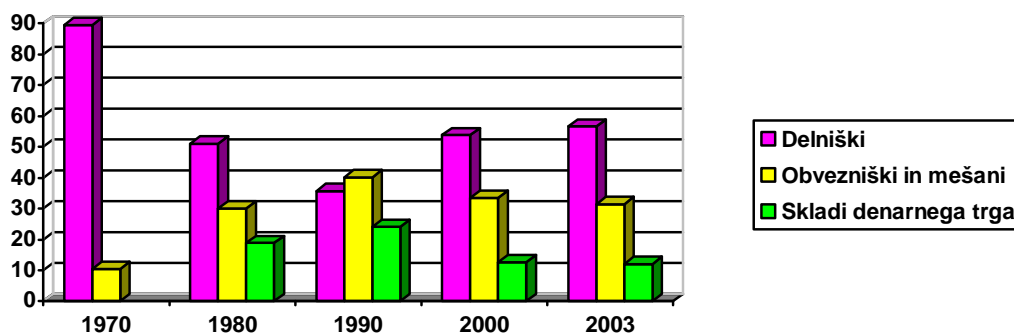
**Tabela 1: Število vzajemnih skladov po vrsti vzajemnih skladov**

<b>VRSTA VZAJMENEGA SKLADA</b>	<b>1984</b>	<b>v odstotkih</b>	<b>2003</b>	<b>v odstotkih</b>
<b>Delniški skladi</b>	<b>459</b>	<b>36,93</b>	<b>4.601</b>	<b>56,62</b>
- Kapitalne rasti	306	24,62	2.933	36,09
- Svetovni	29	2,33	863	10,62
- Skupne donosnosti	124	9,98	805	9,91
<b>Mešani skladi</b>	<b>89</b>	<b>7,16</b>	<b>509</b>	<b>6,26</b>
<b>Obvezniški skladi</b>	<b>270</b>	<b>21,72</b>	<b>2.043</b>	<b>25,14</b>
- Obdavčeni	159	12,79	1.265	15,57
- Podjetniških obveznic	30	2,41	290	3,57
- Visokodonosnih obveznic	36	2,90	198	2,44
- Svetovnih obveznic	1	0,08	106	1,30
- Državnih obveznic	45	3,62	316	3,89
- Strateško dohodkovni	47	3,78	355	4,37
- Neobdavčeni	111	8,93	778	9,57
- Nacionalnih občinskih obveznic	74	5,95	251	3,08
- Občinskih obveznic ene države	37	2,98	527	6,49
<b>Skladi denarnega trga</b>	<b>425</b>	<b>34,19</b>	<b>973</b>	<b>11,97</b>
- Obdavčeni	329	26,47	661	8,13
- Neobdavčeni	96	7,72	312	3,84
<b>SKUPAJ</b>	<b>1.243</b>	<b>100,00</b>	<b>8.126</b>	<b>100,00</b>

Vir: Mutual fund Book, 2004, str. 24 in lastni izračuni

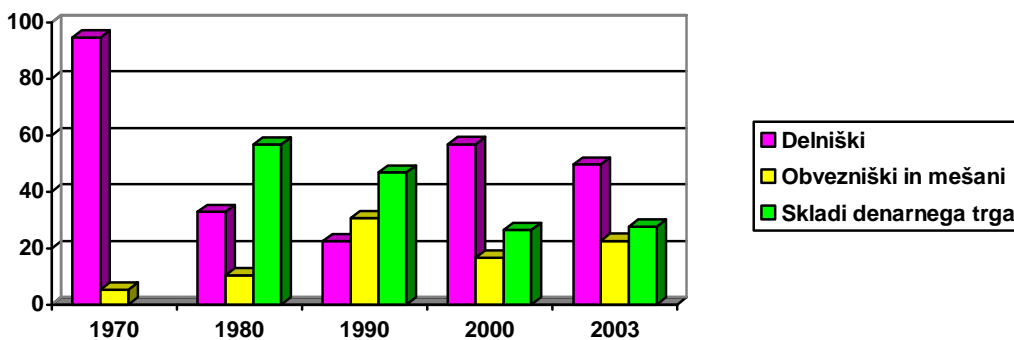
V letu 1971 je bil ustanovljen prvi vzajemni sklad denarnega trga, kar je odprlo možnosti kratkoročnega investiranja v vzajemne sklade. Ta novost, ki je bila zaradi določila Q in povečevanja inflacije pravzaprav odgovor na potrebe trga, se je hitro razširila na finančnih trgih in bistveno spremenila strukturo dejavnosti vzajemnih skladov, še posebej ko so cene na kapitalskih trgih padle. V letu 1980 je bilo tako 56,7 % vseh sredstev skladov v 106 denarnih skladih, 288 delniških skladov je upravljajo 32,9 % vseh sredstev, 107 obvezniških in mešanih skladov pa je upravljalo preostalih 10,4 % sredstev dejavnosti vzajemnih skladov (Mutual Fund Book, 2004, str. 36).

**Tabela 2: Število vzajemnih skladov po vrstah skladov v izbranih letih (v odstotkih)<sup>53</sup>**



Vir: Mutual Fund Book, 2004, str. 37

**Tabela 3: Sredstva vzajemnih skladov po vrstah skladov v izbranih letih (v odstotkih)<sup>54</sup>**



Vir: Mutual Fund Book, 2004, str. 37

V 80-ih letih 20. stoletja je investiranje na kapitalskih trgih (delnice, obveznice in drugi dolgoročni vrednostni papirji) zopet pridobilo na veljavi. Obrestne mere so začele padati, rezultat takšnega gibanja pa so bile višje cene in višji donosi obveznic, hkrati pa se je nekoliko zmanjšala privlačnost instrumentov denarnega trga. Povpraševanje po obveznicah, delnicah in drugih vrednostnih papirjih se je povečalo tudi zaradi pojava in vse večje razširjenosti pokojninskih načrtov oziroma privatnih pokojninskih skladov v 80-ih letih. Dejavnost vzajemnih skladov se je temu stanju v finančnem sistemu ustrezno prilagodila in sicer z ustanovitvijo novih oblik obvezniških in ostalih dolgoročnih vzajemnih skladov. Med leti 1980 in 1990 je število obvezniških in mešanih skladov poraslo s 170 na 1.239, obseg sredstev pa s 14 mrd na 327,4 mrd USD. Število delniških skladov je v tem obdobju prav tako poraslo s 288 v letu 1980 na 1.099 v letu 1990, sredstva pa s 44,4 mrd na 239,5 mrd USD (Mutual Fund Book, 2004, str. 38).

<sup>53</sup> Skupno število skladov po posameznih letih: 361 v l. 1970, 564 v l. 1980, 3.079 v l. 1990, 8.155 v l. 2000 in 8.126 v l. 2003 (Vir: Mutual Fund Book, 2004, str. 47).

<sup>54</sup> Skupna vrednost po posameznih letih : 47,6 mrd USD v l. 1970, 134,8 mrd USD v l. 1980, 1.065,2 mrd USD v l. 1990, 6.964,7 mrd USD v l. 2000 ter 7.414,1 mrd USD v l. 2003 (Mutual Fund Book, 2004, str. 37).

Živahnost trgov kapitala in izjemna rast privatnih pokojninskih skladov sta vplivala na obliko oziroma strukturo trga vzajemnih skladov *po letu 1990*. V tem obdobju je prišlo do velikega števila novih ponudnikov, to je drugih finančnih posrednikov, storitev vzajemnih skladov, hkrati pa se je nadaljeval razvoj novih oblik skladov znotraj že obstoječih 4 glavnih skupin. V tem obdobju se je potrdila uspešnost »supermarketov«, ki ponujajo celotno paleto vseh posameznih oblik znotraj osnovnih skupin – delniških, obvezniških, mešanih in denarnih skladov. Število vzajemnih skladov je leta 2000 poraslo na 8.155 skladov, ali za 2,64-krat glede na leto 1990, od tega je predstavljal porast delniških skladov skoraj dve tretjini celotnega porasta (64,7 %) (Mutual Fund Book, 2004, str. 39).

V *zadnjih treh letih* se je razvoj industrije vzajemnih skladov upočasnil, povečalo pa se je tudi število združevanj (»merger«) in likvidacij (»liquidation«) vzajemnih skladov<sup>55</sup>. Rezultat tega je padec števila vzajemnih skladov v letu 2001, kar je razvidno tudi iz Tabele 5, na str. 58. Kljub temu pa so se vsa sredstva povečala s 6.964,7 mrd USD v l. 2000 na 7.414,1 mrd USD v l. 2003.

#### **4.3.2. Vrste vzajemnih skladov**

Kot že navedeno, poznamo na ameriškem trgu vzajemnih skladov štiri osnovne skupine skladov. Znotraj teh osnovnih skupin je cela vrsta podskupin. Ameriško združenje investicijskih skladov (The Investment Company Institute) razvršča vzajemne sklade v 33 različnih kategorij glede na njihove investicijske cilje. Zbrani so v Tabeli 4, na str. 50, v nadaljevanju pa bodo vsebinsko opredeljene le osnovne skupine.

Kot je razvidno iz Tabele 4 so med vsemi skladi najbolj razvejani obvezniški skladi, ki imajo 7 glavnih podskupin (vseh kategorij je 16), sledijo jim delniški s po 3 podskupinami (vseh kategorij je 9) in skladi denarnega trga z dvema (vseh kategorij je 4).

Kot vidimo, pa se obvezniški skladi in skladi denarnega trga od ostalih dveh glavnih skupin razlikujejo tudi po tem, da so določeni skladi oproščeni plačila davkov, in sicer 4 skupine med obvezniškimi in 2 skupini med skladi denarnega trga.

---

<sup>55</sup> V zgodovini ameriških vzajemnih skladov je namreč mnogo novoustanovljenih skladov propadlo ali pa so se združili s kakšnim podobnim, saj jim s svojim poslovanjem ni uspelo zbrati dovolj denarnih sredstev, da bi ostali konkurenčni oziroma da bi preživel na trgu. V letu 1996 je bilo likvidiranih oziroma združenih 163 mio USD sredstev skupaj v vseh 4 glavnih skupinah skladov, v letu 2000 165 mio USD, v letu 2003 pa 191 mio USD (Mutual Fund Book, 2004, str. 40).

**Tabela 4: Vrste vzajemnih skladov**

<b>VZAJEMNI SKLADI</b>			
<b>DELNIŠKI</b>	<b>MEŠANI</b>	<b>OBVEZNIŠKI</b>	<b>DENA. TRGA</b>
<b>Kapitalske rasti</b>	- uravnoveženi	<b>OBDAVČENI</b>	<b>Obdavčeni</b>
- agresivne rasti	- fleksibilnega port.	<b>Podjet. obveznic</b>	- državnih VP
- rasti	- dohodka	- splošni	- nedržavnih VP
- panožni	- alokacije sredstev	- srednjeročni	<b>Neobdavčeni</b>
<b>Skupne donosnosti</b>		- kratkoročni	- nacionalni
- rasti in dohodka		<b>Visokodono. obv.</b>	- državni
- lastniško dohodkovni		<b>Svetovni</b>	
<b>Svetovni</b>		- splošni globalni	
- globalni		- kratko. globalni	
- mednarodni		- drugi svetovni	
- regionalni		<b>Državnih obveznic</b>	
- porajajočih se trgov		- splošni	
		- srednjeročni	
		- kratkoročni	
		- hipotek. obveznic	
		<b>Strateško dohodko.</b>	
		<b>NEOBDAVČENI</b>	
		<b>Občinskih obveznic ene države</b>	
		- splošni	
		- kratkoročni	
		<b>Nacionalnih občinskih obveznic</b>	
		- splošni	
		- kratkoročni	

Vir: Mutual Fund Book, 2002, str. 8-11

### **1. Delniški vzajemni skladi**

Delniški vzajemni skladi so odprti investicijski skladi, ki zbrane prihranke investorjev *primarno investirajo v delnice*, to je lastniške vrednostne papirje. Pri tem dosejajo prihodke na dva načina, in sicer z izplačili iz naslova posedovanja vrednostnih papirjev (v obliki dividend pri delnicah in obresti pri obveznicah) ter s kapitalskimi dobički zaradi porasta cen delnic na sekundarnem trgu kapitala.

Zgodovinski podatki kažejo, da so delnice bile na dolgi rok, kljub dejstvu, da se njihove cene lahko že v kratkem obdobju hitro in bistveno spremenijo, donosnejše od obveznic in instrumentov denarnega trga. Tako bi en dolar, ki bi ga konec leta 1925 kontinuirano vlagali v zakladne menice ob koncu leta 1999 narasel na 15,41 USD oziroma bi za 64 % povečal svojo kupno moč<sup>56</sup>. En dolar, investiran v velike delniške družbe, ki jih na ameriškem tržišču predstavlja borzni indeks S&P 500, bi narasel na 2.481,87 USD oziroma bi za 263-krat presegel svojo kupno moč konec leta 1925 in to kljub temu, da je bilo v vmesnem obdobju veliko strmih padcev tečajev oziroma vrednosti delnic in da pri tem izračunu reinvestiranje dividend ni bilo upoštevano (Bodie, et al., 2002, str. 136-143).

Ameriško združenje investicijskih skladov razvršča delniške vzajemne sklade na tri kategorije (glej Tab. 4, na str. 50; tudi v nadaljevanju bomo izhajali iz delitev ameriškega združenja):

- **skladi kapitalske rasti** (*»growth funds«*); upravitelji teh skladov težijo k čim večji rasti kapitala, medtem ko so prihodki iz dividend in obresti drugotnega pomena; največkrat investirajo v dobro stoječa podjetja, ki imajo tako na nivoju samega podjetja kot panoge, v kateri delujejo, dobre perspektive in potencialne za rast; delijo se na sklade agresivne rasti, rasti in panožne sklade;
- **skladi skupne donosnosti** (*»total return funds«*); upravitelji pri upravljanju kombinirajo med tekočimi donosi iz naslova dividend in obresti ter donosi, ki jih dobijo iz kapitalskih dobičkov; na eni strani poskušajo doseči relativno stabilen vir prihodkov, donosnost pa izboljšujejo s kapitalskimi dobički, ki jih prinašajo rastoča in načeloma večja podjetja na drugi strani; delijo se na sklade rasti in dohodka ter lastniško dohodkovne sklade;
- **svetovni skladi** (*»world funds«*); gre za sklade, ki delno ali v celoti investirajo na tujih trgih in izkoriščajo dejstvo, da se posamezna svetovna gospodarstva gibljejo v različnih gospodarskih ciklih, z različno dolgimi obdobji rasti in upadanj, ki se na globalni ravni med seboj izključujejo; delijo se na globalne, mednarodne, regionalne sklade ter sklade porajajočih se trgov.

## 2. Mešani vzajemni skladi

Pri mešanih vzajemnih skladih vlagajo upravitelji zbrano premoženje v *uravnoteženo kombinacijo delnic in obveznic*, to je lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev *ter instrumentov denarnega trga in izvedenih finančnih instrumentov*<sup>57</sup>.

<sup>56</sup> Da bi naložba v višini enega dolarja v enakem obdobju ohranila kupno moč, bi morala porasti na 9,4 USD.

<sup>57</sup> **Izvedeni finančni instrumenti** (*»derivate financial instruments«*) so instrumenti, izvedeni ali izpeljani iz drugih vrednostnih papirjev, gre predvsem za ceno teh izvedenih finančnih instrumentov. Razvili so se v 70-tih letih, ko je inflacija v ekonomsko razvitih gospodarstvih preseгла 10 %, ko so se začele spreminjati obrestne mere in ko so se začeli spreminjati menjalni odnosi med valutami teh držav. Poznamo instrumente prve generacije to so predvsem finančne terminske pogodbe (*»futures«*), valutni terminski posli (*»forwards«*), opcije (*»options«*) in zamenjave (*»swaps«*). Poznamo pa tudi izvedene finančne instrumente druge generacije pri katerih so osnova izvedeni finančni

Mešani vzajemni skladi razporejajo zbrana sredstva v različne razrede vrednostnih papirjev, katerih tveganja se nemalokrat med seboj izničujejo. So posebej primerni za tiste vlagatelje, ki želijo svoje prihranke vložiti le v en sklad ali sklad, katerega premoženje je čim bolj podobno tržnemu. Ravno zaradi manjše tveganosti so primerni za vlagatelje, ki prvič investirajo na finančnih trgih (Pirtovšek, 2003, str. 27).

Mešane vzajemne sklade deli ameriško združenje na štiri kategorije:

- **uravnoveženi skladi** (*»balanced funds«*) investirajo v kombinacijo delnic in obveznic; običajno dajejo ti skladi prednost delnicam pred obveznicam v razmerju 60 : 40; primerni so za vlagatelje, ki začenjajo z investiranjem in ne želijo veliko tvegati, saj ponujajo zelo dobro razpršitev tveganja in zmerno pričakovano donosnost; upravitelji pri upravljanju premoženja zasledujejo tri cilje, in sicer: ohranjanje začetne investicije, ustvarjanje tekočega dohodka ter doseganje dolgoročne rasti začetne investicije in dohodka;
- **skladi fleksibilnega premoženja** (*»flexible portfolio funds«*); upravitelji teh skladov investirajo tako v dolžniške in lastniške vrednostne papirje, kot tudi denarne in izvedene finančne instrumente, z namenom, da dosežejo čim višje skupne donosnosti;
- **mešani skladi dohodka** (*»income-mixed funds«*) poskušajo doseči čim višje tekoče dohodke, medtem ko jih kapitalski dobički praktično ne zanimajo; večji del sredstev vlagajo v obveznice;
- **skladi alokacije sredstev** (*assets allocation funds*); gre za sklade, ki investirajo v vse glavne vrste vrednostnih papirjev (delnice, obveznice...), ki jim po želji dodajo še vrednostne papirje, ki so na inflacijo manj občutljivi (na primer delnice naftnih podjetij); tudi ti skladi strmijo k maksimalni skupni donosnosti, a s to razliko, da morajo v prospektu jasno opredeliti koliko odstotkov naložb je v posameznem naložbenem razredu.

### 3. Obvezniški vzajemni skladi

Gre za sklade, ki *investirajo predvsem v obveznice*, to je dolžniške vrednostne papirje. *Njihov glavni cilj* je ustvarjanje tekočega dohodka, ki temelji predvsem na obrestih in manj na kapitalskih dobičkih. Ti skladi so primerni predvsem za vlagatelje, ki želijo maksimizirati tekoči dohodek in za bolj konzervativne vlagatelje, saj prinašajo nižji donos kot delniški, hkrati pa so precej manj tvegani. Vendar pa tveganje kljub vsemu ni v celoti izničeno, saj cene obveznic nihajo skupaj z obrestnimi merami. Ta vrsta skladov je zaradi manjšega nihanja cen v primerjavi s cenami delnic in pa zaradi rednega mesečnega izplačevanja dividend primernejša za investiranje na srednji ali kratek rok.

---

instrumenti prve generacije. To so na primer opcije na finančne terminske pogodbe (*»futures options«*) (Ribnikar, 1996a, str. 52-53).



Obvezniški vzajemni skladi se med seboj razlikujejo po treh glavnih kategorijah (Pirtovšek, 2003, str. 30):

- glede na ročnost obveznic v premoženju (kratkoročna, srednjeročna in dolgoročna dospelost);
- glede na tip (kuponske, brezkuponske, zavarovane, nezavarovane...) ter
- glede na obdavčljivost, ki se v ameriškem finančnem sistemu razlikuje od države do države, in je zato pogosto prvi kriterij razdelitve.

Delijo se na:

- **skladi podjetniških obveznic** (*»corporate bond funds«*); obdavčeni; upravitelji teh skladov investirajo večinoma v obveznice prvovrstnih podjetij z ratingi AAA, AA, A vse do BBB<sup>58</sup>; tveganje zamude plačila obresti in glavnice (kreditno tveganje) je majhno; delijo se na splošne, srednjeročne ter kratkoročne sklade;
- **skladi visokodonosnih obveznic**; (*»high-yield bond funds«*); obdavčeni; gre za sklade, ki investirajo v obveznice podjetij, ki imajo oceno tveganja nižjo od BBB, se pravi BB, B CCC ali D<sup>59</sup>; te obveznice imajo potencialno višjo donosnost v primerjavi z drugimi vrstami obveznic; vlagatelji zahtevajo od 2 do 5 odstotkov višjo donosnost kot pri podjetniških obveznicah z najvišjo kreditno oceno (AAA);
- **svetovni obvezniški skladi** (*»world bond fund«*); obdavčeni; značilno za to vrsto skladov je, da upravitelji pri investiranju niso omejeni na določen geografski prostor, temveč lahko vlagajo na globalni oziroma svetovni ravni, to je v obveznice držav, finančnih institucij ali podjetij kjerkoli na petih celinah; delijo se na splošne globalne, kratkoročno globalne ter druge svetovne sklade;
- **skladi državnih obveznic** (*»government bond funds«*); obdavčeni; gre za naložbe v obveznice, ki so izdane s strani vlade<sup>60</sup> ZDA, ali pa so zavarovane z državnim poroštvom, slednje izdajajo različne agencije, kot so »The Federal National Mortgage Association« (izdajajo obveznice z imenom »Fannie Mae«), »The Government National Mortgage Organization« (»Ginnie Mae«) ter »The Federal Home Loan Mortgage Corporation« (»Freddie Mac«); glavni cilj skladov državnih obveznic je doseganje čim večjega tekočega dohodka ob čim manjšem tveganju; delijo se na splošne, srednjeročne, kratkoročne ter sklade hipotekarnih obveznic;

<sup>58</sup> BBB če govorimo o agenciji S&P ali Baa če govorimo o Mood's. Gre za tako imenovane **investicijske ratinge** obveznic (*»investment grade«*), ki izražajo verjetnost, da obveznosti ne bodo poravnane (*»default risk«*). Obveznice z ratingom A so z vidika poravnave obveznosti varne, verjetnost neplačila se z nižjim ratingom povečuje (Brigham, et al., 1999, str. 1030).

<sup>59</sup> Gre za tako imenovane **visokotvegane ali špekulativne obveznice** (*»junk bonds«*), katerih verjetnost neplačila je visoka (Brigham, et al., 1999, str. 1030).

<sup>60</sup> **Ameriške državne obveznice** se med sabo razlikujejo po ročnosti in sicer so **zakladne menice** (*»treasury bills«*) kratkoročni VP, z ročnostjo enega leta (ali krajšim rokom); **zakladni zapisi** (*»treasury notes«*), z ročnostjo od dveh do manj kot 10 let, ter **zakladne obveznice** (*»treasury bonds«*) z ročnostjo vsaj 10 let.

- **strateško-dohodkovni skladi** (*»strategic-income funds«*); obdavčeni; gre za sklade, kjer upravitelji investirajo v vse dolžniške vrednostne papirje, tako državne kot podjetniške;
- **skladi občinskih obveznic ene države** (*»state municipal bond funds«*), neobdavčeni<sup>61</sup>; upravitelji vlagajo premoženje v obveznice ene same države; namenjeni so predvsem prebivalcem te države, saj so tako oproščeni zveznega davka pa tudi davka te države; delimo jih na splošne in kratkoročne;
- **skladi nacionalnih občinskih obveznic** (*»national municipal bond funds«*); neobdavčeni; za upravitelje teh skladov je značilno, da vlagajo v občinske obveznice različnih držav znotraj celotne ZDA; le-te so oproščene plačila zveznega davka; prednost pred občinskimi obveznicami je večja geografska razpršenost in s tem manjša tveganost, pomanjkljivosti da so zavezani plačati davek državi, pa poskušajo kompenzirati z investiranjem v najbolj donosne občinske obveznice znotraj posameznih držav; res pa je, da so dohodki dvojno neobdavčeni za tiste obveznice vlagateljev, katerih izdajatelji so iz iste države kot vlagatelji; delimo jih enako kot sklade občinskih obveznic ene države na splošne in kratkoročne;

#### 4. Vzajemni skladi denarnega trga

Za previdnega investitorja omogočajo ti skladi zelo veliko stabilnost glavnice, hkrati pa težijo k zmernemu do visokemu tekočemu dohodku. Gre za investicije v *instrumente denarnega trga*, to je kratkoročne vrednostne papirje, ki so visoko likvidni, nizko tvegani papirji, ki jih izdajajo državne agencije, vlada ZDA, banke in podjetja. Ti papirji dejansko nimajo realnih možnosti kapitalske rasti oziroma dobičkov.

Zaradi svoje kratkoročne narave so zanimiva alternativa bančnim depozitom. Donosi so konkurenčni oziroma običajno višji kot pri depozitih, hkrati pa lahko vlagatelj vložena sredstva dvigne, kadarkoli želi. Skladi denarnega trga ponujajo tudi celo vrsto dodatnih storitev, kot je elektronsko prenašanje sredstev med različnimi skladi denarnega trga (pa tudi temi skladi in banko), pisanje čekov v breme vložnega premoženja.

Skladi denarnega trga so zaradi svoje kratkoročne narave in visoke likvidnosti najmanj tvegani, posledično pa so donosnosti dolgoročno najnižje, najnižje pa so tudi upravljalne provizije, ki bi v nasprotnem primeru izničile donose. Običajno tako ti skladi ne zaračunavajo vstopnih in izstopnih provizij, razen če se prodajo v paketu z drugimi skladi – obvezniškimi, delniškimi in mešanimi (vlagatelji vstopno provizijo plačajo enkrat, potem pa lahko brez dodatnih stroškov prehajajo iz enega sklada v drugega).

<sup>61</sup> V neobdavčene obvezniške sklade investirajo predvsem bogati posamezniki, ki so v višjih davčnih razredih; davčna zaščita teh skladov jim zato prinaša največ koristi. V letu 2002 so sredstva teh skladov predstavljala 29 % sredstev vseh obvezniških skladov v ZDA.

Ameriški trg vzajemnih skladov pozna dve skupini skladov denarnega trga:

- obdavčeni skladi denarnega trga, ki se delijo na **obdavčene sklade kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev** (*»government taxable money market funds«*), ki vlagajo predvsem v papirje vlade in državnih agencij oziroma vse kratkoročne papirje, ki imajo jamstvo države, ter na **obdavčene sklade kratkoročnih nedržavnih vrednostnih papirjev** (*»nongovernment taxable money market funds«*), ki investirajo predvsem v komercialne papirje podjetij z najvišjimi ratingi, bančne akcepte ter potrdila o vlogah;
- neobdavčeni skladi denarnega trga; davkom se je mogoče izogniti z investiranjem v občinske obveznice pri **državno neobdavčenih skladih** (*»state tax-exempt funds«*) kjer ni potrebno plačilo davka tako na zvezni kot državni ravni, pri **nacionalno neobdavčenih skladih** (*»national tax-exempt funds«*) pa samo na zvezni ravni.

#### 4.3.3 Vzajemni skladi s katerimi se trguje na borzah (Exchange –Traded Funds)

»Exchange Traded Funds (EFT)« so »stranska veja« vzajemnih skladov, ki omogočajo investitorjem, *da trgujejo z delniškimi indeksi*, kot bi trgovali z delnicami podjetij. (Bodie et al., 2005, str. 120). Za razliko od klasičnih vzajemnih skladov, katerih točke se lahko kupijo le ob koncu dneva, ko je izračunana VEP, lahko investitorji teh skladov trgujejo z indeksi čez cel dan, enako kot z delnicami.

EFT-ji imajo celo vrsto *prednosti* pred klasičnimi vzajemnimi skladi. Kot že omenjeno se lahko točke vzajemnih skladov kupujejo ob koncu trgovalnega dne, medtem ko se lahko z EFT-ji trguje konstantno. Tako kot delnice se tudi EFT-ji lahko kupijo z zadolžitvijo – »buying on margin« (del denarja ima investitor sam, del pa si ga izposodi od borznega posrednika) ali »na kratko« (brez lastnih virov sredstev). Prav tako so običajno cenejši od klasičnih vzajemnih skladov.

Imajo pa EFT-ji tudi določene *slabosti*. Ker se z njimi trguje kot z vrednostnimi papirji, obstaja možnost, da je cena tega sklada različna od VEP, kar pa lahko izniči prednost nižjih stroškov. Medtem ko se lahko vzajemni skladi kupijo tudi brez stroškov (*»no-load funds«*), pa mora investitor ob nakupu EFT-jev plačati borznemu posredniku provizijo.

#### 4.4. ZAKONODAJA IN NADZORNE INSTITUCIJE

Vzajemni skladi in njihovi upravitelji so na ameriškem trgu regulirani tako s strani zveznih kot tudi državnih organov oziroma agencij z namenom zagotovitve, da skladi dejansko delujejo v korist lastnikov oziroma investitorjev.

## 1. Zakonodaja

Področje delovanja vzajemnih skladov urejujejo *štirje glavni zakoni* (Mutual Fund Fact Book, 2004, str. 24), in sicer:

- **Zakon o investicijskih skladih** (*The Investment Company Act of 1940*) regulira strukturo in delovanje vzajemnih skladov ter drugih investicijskih podjetij; med drugim zahteva, da vzajemni skladi oblikujejo in vodijo ustrezne evidence in knjige, da redno oddajajo polletna poročila SEC, da razkrivajo poslovanje potencialnim investitorjem (z oglasi in ostalimi marketinškimi orodji) ter lastnikom (s prospekti, poslovnimi poročili in ostalimi internimi dokumenti) itd.;
- **Zakon o vrednostnih papirjih** (*The Securities Act of 1933*) zahteva registracijo na zvezni ravni vseh javnih ponudb vrednostnih papirjev, vključno z delnicami vzajemnih skladov; ta zakon zahteva tudi, da vsi potencialni vlagatelji prejmejo najnovejši prospekt z vsemi podrobnimi informacijami o delovanju sklada;
- **Zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji** (*The Securities Exchange Act of 1934*) uravnava delovanje borznih posrednikov in ostalih posrednikov vključno z vzajemnimi skladi, ki prodajajo delnice skladov. Vsi navedeni se morajo registrirati pri SEC; med drugim ta zakon zahteva od registriranih posrednikov vzajemnih skladov, da vodijo ustrezne evidence in knjige, izločajo sredstva komitentov na posebne skrbniške račune ter redno pošiljajo SEC-u letne finančne izkaze;
- **Zakon o investicijskih svetovalcih** (*The Investment Advisers Act of 1940*) zahteva registracijo vseh investicijskih svetovalcev na zvezni ravni; zakon vsebuje celo vrsto ukrepov proti zlorabam malih investitorjev ter zahteva od svetovalcev, da izpolnijo vrsto zahtev (vodenje ustreznih knjig, poročanje itd.).

## 2. Komisija za trg vrednostnih papirjev – The U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)

**Komisija za trg vrednostnih papirjev - SEC** [URL: <http://www.sec.gov>] je glavna zvezna institucija oziroma agencija, odgovorna za nadzor nad delovanjem borz, neorganiziranih trgov, borznih posrednikov, agentov in vzajemnih skladov v ameriškem finančnem sistemu. SEC nadzira sklade v skladu z osnovnim statutom, to je Zakonom o investicijskih skladih. In sicer je za to odgovoren zlasti *Oddelek za Investicijsko upravljanje (Division of Investment Management)*, ki v skladu z navedenim zakonom (Mutual Fund Fact Book, 2004, str. 25):

- zagotavlja, da skladi vzdržujejo učinkovito notranjo kontrolo;
- zahteva razumljivo in celostno razkritje poslovanja vlagateljem ter eliminiranje vseh prevar in zlorab;
- zahteva obnavljanje registracije pri SEC ter

- razvijanje in popravljanje pravil, ki so potrebna za prilagoditev zakonodaje novim, spremenjenim okoliščinam.

### 3. Ostale zunanje nadzorne institucije

Poleg SEC-a nadzirajo delovanje vzajemnih skladov tudi nekatere druge institucije, kot so **NASDR** [URL: <http://www.nasdr.com>] organizacija, ki nadzoruje industrijo vrednostnih papirjev, vključno z vzajemnimi skladi, **Ministrstvo za delo** (*U.S. Department of Labor*) [URL: <http://www.dol.gov/ebsa>], ki varuje integriteto pokojninskih načrtov, ki običajno vlagajo v vzajemne sklade ter **Interna davčna služba** (*Internal Revenue Service*) [URL: <http://www.irs.gov>], ki pa nima direktnega nadzora nad skladi, temveč ugotavlja, kolikšen vpliv ima delovanje skladov na premoženje vlagateljev preko davčne zakonodaje.

### 4. Notranji nadzor: Uprava vzajemnega sklada (Mutual Fund Directors)

Kljub temu da je SEC vzpostavila strog nadzor nad trgom vzajemnih skladov, pa zakon 1940 prepoveduje SEC, da bi direktno nadzirala ali ocenjevala investicijske odločitve sklada. To je izključno pod nadzorom **uprave vzajemnega sklada**. Vsak sklad je namreč voden s strani uprave (običajno vsebuje več članov), ki zagotavlja, da visoko specializirani upravljavci delujejo v skladu z interesi lastnikov oziroma investitorjev.

#### 4.5. VELIKOST IN SESTAVA TRGA

Rast trga vzajemnih skladov je bila po letu 1924, ko je bil v Bostonu ustanovljen prvi sklad, sprva počasna. Do leta 1940 je nastalo le 68 vzajemnih skladov s sredstvi v višini 0.4 mrd USD, do leta 1970 pa 356 vzajemnih skladov s sredstvi v višini 47,6 mrd USD. Po tem letu pa se je začela pospešena rast tega segmenta finančnega trga (Sunders, 2003, str. 104). Razlog za to so bile posebne omejitve, ki so v tistem obdobju veljale za banke, določilo Q, in so povzročile nastanek prvih denarnih vzajemnih skladov.

Če pogledamo torej primerjavo leta 1970 s prelomnim letom 21. stoletja, to je letom 2000 je rast vzajemnih skladov v celoti gledano (ne le vzajemni skladi denarnega trga) izjemna. Trg s 361-imi skladi se je v naslednjih 30-ih letih povečal na 8.155 skladov (22,6 - kratna rast), vrednost sredstev vzajemnih skladov se je s 47.6 mrd USD v letu 1970 povečala na 6.964,67 mrd USD v letu 2000 (166,3 - kratna rast), število delničarjev pa se je s 10.690 v letu 1970 povečalo na 244.768 v letu 2000 (22,9 - kratna rast) (glej Tab. 5, na str. 58).

Kot je razvidno iz Tabele 5, je v letu 2002 prvič po letu 1940 na ameriškem trgu vzajemnih skladov opaziti padec celotne vrednosti sredstev, in sicer s 6.974,95 mrd USD v letu 2001 na 6.390,36 mrd USD v letu 2002 kar predstavlja 8,38 % padec. V letu 2003 je zabeležena ponovna

rast in to kar 16,02 %. Ali je v letu 2002 šlo le za izjemen primer oziroma kratkoročno gibanje, ali pa je to že napoved dolgoročnejšega upadanja rasti vzajemnih skladov na ameriškem tržišču, bodo pokazala naslednja leta poslovanja. Padeč, vendarle zelo majhen, pa je zabeležen tudi v številu vzajemnih skladov, in sicer s 8.305 v letu 2001 na 8.244 v letu 2002 (0,73 % padeč). Padanje pa se je, za razliko od neto sredstev, nadaljevalo tudi v naslednjem letu, ko je zabeležen nadaljnji 1,43 % padeč. Za razliko od neto sredstev in števila vzajemnih skladov, pa v številu delničarjev ni prišlo do negativnega trenda, temveč število delničarjev, to je investitorjev, narašča brez izjeme, od leta 1940 do leta 2003.

**Tabela 5: Rast vzajemnih skladov od leta 1940 do leta 2003**

<i>Leto</i>	<i>Neto sredstva (v mrd USD)</i>	<i>Število vzajemnih skladov</i>	<i>Število delničarjev (v 000)</i>
1940	0,45	68	296
1950	2,53	98	939
1960	17,03	161	4.898
1970	47,62	361	10.690
1980	134,76	564	12.088
1990	1.065,19	3.079	61.948
1991	1.393,19	3.403	68.332
1992	1.642,54	3.824	79.931
1993	2.069,96	4.534	93.214
1994	2.155,32	5.325	114.383
1995	2.811,29	5.725	131.219
1996	3.525,80	6.248	150.042
1997	4.468,20	6.684	170.264
1998	5.525,21	7.314	194.074
1999	6.846,34	7.791	226.413
2000	6.964,67	8.155	244.768
2001	6.974,95	8.305	248.804
2002	6.390,36	8.244	251.224
2003	7.414,08	8.126	260.650

Vir: Mutual Fund Book, 2004, str.105

V ZDA je dejavnost vzajemnih skladov, gledano z vidika sredstev, večja od dejavnosti življenjskih zavarovalnic, vendar manjša od dejavnosti poslovnih bank (Saunders, 2003, str. 105).

Iz tega je razvidno, da so vzajemni skladi v ameriškem finančnem sistemu druga najpomembnejša finančna institucija oziroma finančni posrednik, merjeno z vidika sredstev.

Na izjemno rast vzajemnih skladov pa so vplivale tudi poslovne banke same, saj so, če so želele preživeti na trgu, začele spreminjati svoj tradicionalni način poslovanja, se prilagajati razmeram na trgu, in sicer tako da so direktno konkurirale vzajemnim skladom z nakupom že obstoječih vzajemnih skladov, z ustanavljanjem novih ali samo kot skrbnik (hrani naložbe sklada na posebnem računu z namenom zaščite interesov vlagateljev). V letu 2000 je bil tako delež bank v dejavnosti vzajemnih skladov 14 %. Zavarovalnice so se prav tako vključile v to hitro rastočo dejavnost. Tako je na primer State Farm<sup>62</sup> v marcu leta 2001 plasirala na trg 10 vzajemnih skladov (Saunders, 2003, str. 105).

#### 4.5.1. Struktura trga glede na vrsto finančne institucije

V zgodnjih 20-ih letih 20. stoletja, ko so se na ameriških finančnih trgih pojavili prvi vzajemni skladi, je bilo le peščica ponudnikov teh skladov in še ti so se ukvarjali izključno z upravljanjem vzajemnih skladov.

Danes je ameriška industrija vzajemnih skladov izrazito drugačna. Široka vrsta finančnih institucij, tako finančnih posrednikov kot agentskih finančnih institucij, je vstopila na ta trg, od finančnih svetovalcev, bank do borznih posrednikov in ostalih finančnih institucij. Med njimi se vrši huda konkurenca, kako bi najbolje zadovoljili potrebe investitorjev. Akterji so danes tako domači kot tuji ponudniki. Vzajemni skladi pa se seveda pojavljajo le kot ena od mnogih storitev, ki jih imajo finančne institucije na voljo, da bi zadovoljile raznolike potrebe svojih strank.

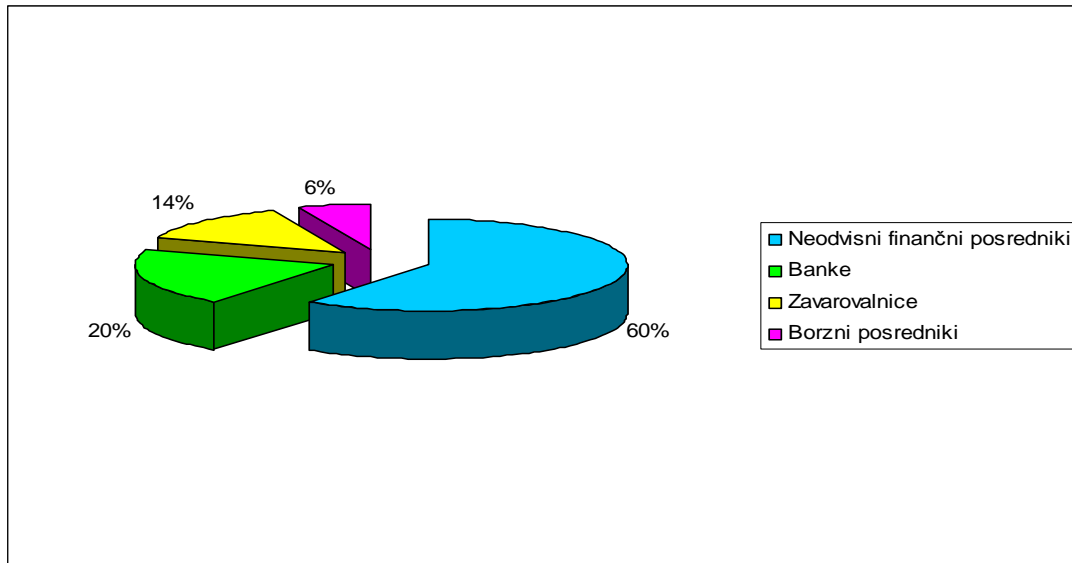
Ameriški trg vzajemnih skladov, daleč največji trg na svetu, je pritegnil celo vrsto finančnih institucij na svoje »bojno polje«. Konec leta 2003 so ameriški vzajemni skladi predstavljali kar 53 % svetovnega obsega vzajemnih skladov.

Na trgu so torej 4 glavni akterji oziroma ponudniki vzajemnih skladov. Največji 60 % delež vseh sredstev zavzemajo neodvisni finančni posredniki, najnižji 6 % delež zavzemajo borzni posredniki, banke zavzemajo drugo mesto z visokim 20 % deležem (v letu 2000 je bil delež 14 %). Znotraj teh štirih skupin finančnih institucij je 85 % sredstev upravljanih s strani domačih, to je ameriških podjetij oziroma finančnih institucij, preostanek pa s strani tujih (glej Sliko 7, na str. 60), (Mutual Fund Fact Book, 2004, str. 36).

---

<sup>62</sup> State Farm Insurance Company se je iz majhne kmetijske zavarovalnice razvila v enega največjih finančnih posrednikov v ZDA z 79.200 zaposlenimi in 16.700 agenti, ki servisirajo 71,6 mio polic. Poleg zavarovalniških storitev pa nudijo tudi druge storitve (bančne storitve, storitve vzajemnih skladov...) (State Farm Insurance Company, [URL: <http://www.statefarm.com/about/story.htm>]).

**Slika 7: Struktura ameriškega trga vzajemnih skladov glede na tip finančne institucije na dan 31.01.2004**



Vir: Mutual Fund Fact Book, 2004, str. 35

#### 4.5.2. Uporaba interneta

V letu 2000 je ameriška institucija »Investment Company Institute« [URL: <http://www.ici.org>] izvedla **raziskavo**, kjer je ugotavljala, *kakšno število vlagateljev uporablja internet v dejavnosti vzajemnih skladov*. Raziskava je pokazala, da je kar 68 % ameriških gospodinjstev, ki so lastniki vzajemnih skladov, v obdobju od aprila 1999 do marca 2000 uporabilo internet.

Najvišji rezultat 83 % (glej Tab. 6, na str. 61) je bil dosežen med gospodinjstvi, ki jih vodijo posamezniki stari do 35 let, najnižji 30 % pa med gospodinjstvi, ki jih vodijo posamezniki stari 65 let ali več. Internet je uporabljajo skoraj 50 % gospodinjstev s prihodki pod 25.000 USD, medtem ko kar 91 % v razredu s prihodki nad 100.000 USD (glej Tab. 7, na str. 61).

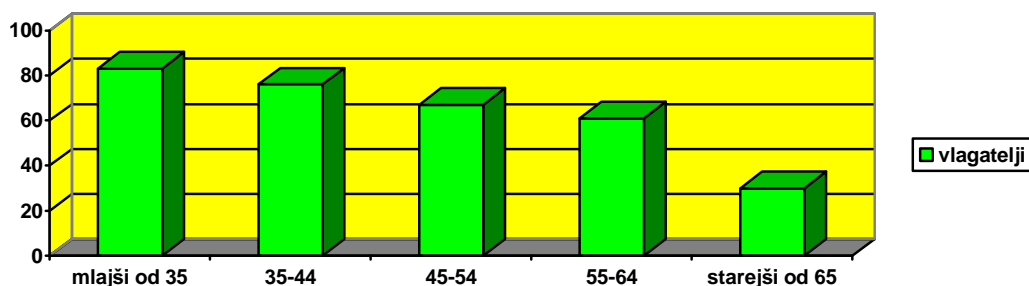
Uporaba interneta v proučevanem obdobju se je bistveno povečala v primerjavi s predhodno raziskavo, in sicer je v obdobju od julija 1997 do avgusta 1998 internet uporabila le ena tretjina gospodinjstev, v obdobju od aprila 1999 do marca 2000 pa kar polovica gospodinjstev.

Vlagatelji so na internetnih straneh skladov *najpogosteje preverjali informacije* o vrednosti točke, cene delnic in informacije o osebnem računu (»personal account information«). Starejši lastniki so običajno na internetnih straneh skladov preverjali večjo število indikatorjev kot mlajši lastniki.



**Tabela 6: Uporaba interneta v letu 2000<sup>63</sup> s strani vlagateljev (gospodinjstev, ki so lastniki točk vzajemnih skladov) glede na njihovo starost**

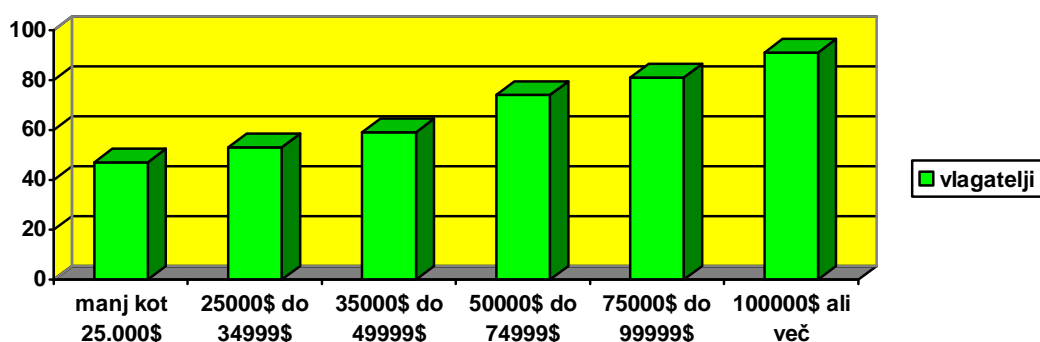
(v odstotkih)



Vir: Investment Company Institute, [URL: <http://www.ici.org/stats/res/fm-v9n3.pdf>]

**Tabela 7: Uporaba interneta v letu 2000<sup>64</sup> s strani vlagateljev (gospodinjstev, ki so lastniki točk vzajemnih skladov) glede na njihov prihodek**

(v odstotkih)



Vir: Investment Company Institute, [URL: <http://www.ici.org/stats/res/fm-v9n3.pdf>]

*Tipičen uporabnik interneta je bil mlajših let, z večjim prihodkom in večjimi finančnimi sredstvi gospodinjstva, kot tisti, ki interneta niso uporabljali. Povprečna starost uporabnika je bila 42 let, povprečni prihodek gospodinjstva 63.900 USD, povprečna finančna sredstva pa 100.900 USD. Tipičen lastnik je imel vložena premoženja v višini 40.000 USD v štirih različnih skladih.*

<sup>63</sup> Gre za obdobje od aprila 99 do marca 2000; izločeni so vsi tisti vlagatelji, ki so uporabljali internet samo za pošiljanje e-mail - ov.

<sup>64</sup> Gre za obdobje od aprila 99 do marca 2000; izločeni so vsi tisti vlagatelji, ki so uporabljali internet samo za pošiljanje e-mail - ov.

V raziskavi so lastniki skladov navedli tudi ali po internetu spremljajo še katere druge finančne informacije. 60 % uporabnikov spremlja cene delnic, 49 % prebira on-line finančne publikacije, 44 % pa išče informacije o pokojninskih načrtih. Vsaj ena tretjina uporablja internet za poslovanje preko transakcijskih računov, za iskanje nasvetov za investicijska vlaganja ali da enostavno pošljejo e-mail sporočilo oziroma vprašanje profesionalnim finančnim svetovalcem.

Nekoliko več kot 50 % lastnikov je v obdobju od aprila 1998 do marca 2000 opravilo transakcijo v enem od vzajemnih skladov, od tega pa je 18 % (ali 9 % od vseh lastnikov) kupilo ali prodalo točke vzajemnega sklada on-line. Lastniki, ki so opravili eno od transakcij preko interneta, so bili tipično mlajši (povprečna starost uporabnika interneta je bila 39, povprečna starost neuporabnika pa 43), z večjimi prihodki (84.300 USD proti 60.900 USD) in finančnim premoženjem gospodinjstva (135.000 USD proti 116.800 USD), vendar pa so imeli v vzajemnih skladih manjše premoženje (40.300 USD proti 51.600 USD) od tistih, ki so opravili transakcije po drugih prodajnih poteh. Vlagatelji, ki so kupovali in prodajali točke po internetu so bili pogosteje univerzitetno izobraženi (72 % proti 58 %) in pogosteje lastniki delnic<sup>65</sup> (77 % proti 55 %).

## **5. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI**

### **5.1. NASTANEK IN RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI**

V Sloveniji so *prvi vzajemni skladi* nastali kmalu po osamosvojitvi. Upravljale so jih predvsem borznoposredniške hiše ter oddelki investicijskega bančništva v bankah. Prvi vzajemni sklad je bil tako Galileo, ustanovljen 01.01.1992 s strani borznoposredniške hiše PM&A. Upravitelji sklada so se skozi leta menjali, od 16.03.1996 pa ga upravlja Kmečka družba, ki se je 16.07.2001 preimenovala v KD Investment. Galileo je vse do danes obdržal vodilno pozicijo na trgu.

Prva leta poslovanja skladov so bila pionirska oziroma problematična tudi zaradi dobro znane *afere Dadas* (trenutno spet aktualna) ali kot pravi Kodrič:

»Začetki so bili udarniški. Podjetniška iniciativa je kot ponavadi prehitela zakonodajalca in vzajemni skladi so delovali več kot dve leti, preden je bilo to področje prvokrat vključeno v zakonodajo v letu 1994 in preden je bila ustanovljena nadzorna institucija, to je *Agencija za trg vrednostnih papirjev*. Ta je bila kmalu postavljena pred težko preizkušnjo v primeru Dadas. S svojim ne dovolj spretnim ukrepanjem je prispevala k pravemu razdejanju na kapitalskem trgu v letu 1996. Nekaj tisoč vlagateljev v Dadasove sklade je ostalo praktično brez vseh prihrankov. Marsikdo je takrat enačil investicijske sklade z raznimi finančnimi verigami in tega madeža se

---

<sup>65</sup> Direktne naložbe

panoga še do danes ni popolnoma znebila. Razni novo uvedeni kontrolni mehanizmi so kasneje zagotovili, da do zlorab pri skladih ni več prihajalo« (Kodrič, 2002, str. 32).

Ureditev zakonodaje na področju družb za upravljanje ter investicijskih skladov in s tem vzajemnih skladov je bistveno zmanjšalo ustanovitev novih vzajemnih skladov. Do leta 1994 je namreč obstajalo na slovenskem trgu že 13 vzajemnih skladov, v obdobju od leta 1995 do leta 2003 pa je nastalo le 11 novih vzajemnih skladov, eden pa je bil likvidiran<sup>66</sup>.

Med letoma 2001 in 2003 se je pripravljala *novi zakon, tako imenovani ZISDU-1*, ki je slovenske predpise v veliki meri usklajal z evropskimi. Sredi leta 2003 sta nastala prva dva sklada, ki sta bila že v skladu z novo zakonodajo, in sicer MP-Global.SI in MP-Plus.SI, ki jih upravlja Medvešek Pušnik DZU. *Konec leta 2003* je bilo na slovenskem trgu tako 21 vzajemnih skladov.

*Leto 2004* pa je bilo za slovenski trg vzajemnih skladov izjemno živahno, če že ne prelomno, kar je razvidno ne samo iz množice novo nastalih skladov, temveč tudi iz bistveno bolj agresivnega oglaševanja ponudnikov oziroma upraviteljev vzajemnih skladov (precej večja frekvenca televizijskih in radijskih oglasov, vse več jumbo plakatov, člankov...).

*V začetku leta 2005 (01.01.2005)* je bilo na trgu skupno kar 33 domačih vzajemnih skladov ter 10 tujih vzajemnih skladov. Med domačimi skladi je bilo 12 skladov delniških, 14 skladov mešanih ter 7 obvezniških vzajemnih skladov. Iz navedenega je razvidno, da na slovenskem finančnem trgu še ni četrte glavne skupine, to je vzajemnih skladov denarnega trga. Med tujimi skladi prav tako ni skladov denarnega trga. Tuje sklade Raiffeisen Capital Management oglašuje od septembra 2004 Raiffeisen Krekova banka, in sicer 5 delniških, 1 mešanega ter 4 obvezniške vzajemne sklade.

## **5.2. ZAKONSKA UREDITEV POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV**

Področje delovanja slovenskih vzajemnih skladov je bilo prvič zakonsko opredeljeno v letu 1994, ko je bil sprejet **Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU)**. V novembru 2002 je bila sprejeta nova različica zakona, in sicer **Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1)**.

Poleg osnovnega zakona, pa delovanje vzajemnih skladov opredeljujeta tudi *Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1)* ter *Zakon o deviznem poslovanju (ZDP)*.

Novi zakon ZISDU – 1 je usklajen s smernicami Evropske skupnosti. Ureja poslovanje tako družb za upravljanje kot tudi delovanje investicijskih skladov, med njimi vzajemnih skladov.

---

<sup>66</sup> Vzajemni sklad Miha je bil likvidiran aprila 2001; upravljal ga je družba KBM Infond.

Tako med drugim določa pogoje za njihovo ustanovitev, ureja način in nadzor njihovega poslovanja, določa pogoje poslovanja investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov kot tudi strukturo in obseg njihovih naložb.

Kot pravi Grgičeva, je prinesel novi zakon precej novitet:

»Nov ZISDU v primerjavi s starim prinaša kar nekaj novosti. Tako upravljavcem skladov ponuja več možnosti pri izbiri naložb, saj zakon denimo odpravlja desetodstotno omejitev za vlaganje na tuje trge in dopušča vlaganje v nove naložbe, kot so izvedeni finančni instrumenti. Prav tako omogoča ustanavljanje novih oblik skladov, kot so skladi denarnega trga, namenski investicijski skladi in indeksni skladi, hkrati pa si bodo skladi po novem morali umisliti skrbnika premoženja. Ob tem novi ZISDU predvideva odpiranje trga skladov. Tako lahko po novem svoje sklade pri nas tržijo tudi tuji skladi, predvideva pa tudi možnost prodajanja domačih skladov v državah Evropske skupnosti.« (Grgič, 2003, str. 26).

Če povzamemo, *omogoča novi ZISDU med drugim večjo širino investiranja, sprošča vlaganje v tuje vrednostne papirje ter omogoča ustanavljanje novih vrst vzajemnih skladov.*

Za že obstoječe družbe za upravljanje in investicijske sklade je zakon predvidel različna uskladitvena obdobja. Družbe za upravljanje so se morale uskladiti v enem letu, vzajemni skladi v dveh (do konca leta 2004), investicijske družbe pa najkasneje v štirih letih. Do uskladitve so se morali vzajemni skladi, ki so nastali pred novim zakonom, imenovati »posebni«.

Nov zakon pa je naložil tudi več nalog Agenciji za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), ki mora nadzorovati več področij poslovanja, pa tudi več skladov in družb za upravljanje. Po uveljavitvi novega zakona se je število vzajemnih skladov bistveno razmahnilo, ne samo da so nastali številni novi domači skladi, ampak so se pojavili tudi tuji skladi. Glavno področje nadzora ATVP bo v prihodnosti trženje, kajti agencija bo morala nadzirati tudi sklade iz Evropske skupnosti, ki jih bo sicer nadzirala matična država (Grgič, 2003, str. 26). Zakon pa je glavnemu nadzorniku prinesel tudi precej novitet s predpisi o naložbah. ATVP se je srečala z nekaterimi novimi vrstami naložb, kot so izvedeni finančni instrumenti, nova pa so bila tudi določila o strukturi in obsegu naložb.

S 1.1.2005 je začel veljati nov *Zakon o dohodnini - Zdoh-1* (ZDoh-1, Ur.l. RS št. 54/2004), ki med drugimi tudi spreminja obdavčitev prihodkov iz naslova vzajemnih skladov. Novi zakon o dohodnini je bil sprejet 6.5.2004, večina njegovih določb pa je pričela veljati 1.1.2005. Za investitorje v vzajemnih skladih je *najpomembnejša sprememba* ta, da dobiček iz naslova investiranja v vzajemne sklade, v primeru prodaje po več kot treh letih, odslej ne bo več v celoti neobdavčen, kot je to bilo po prejšnjem Zakonu o dohodnin. Za lastnike, ki imajo točke

vzajemnih skladov v lasti dlje kot tri leta, bo neobdavčen le del dobička<sup>67</sup> pridobljen iz naslova realiziranih kapitalskih dobičkov, iz naslova dividend in obresti pa ne.

Na tem mestu navajamo še *nekatero zakonsko opredelitve* ki jih opredeljuje nov zakon ZISDU (ZISDU-1, 2002, str.1-110):

*Vzajemni sklad* je premoženje, ki je ločeno od premoženja družbe za upravljanje, ki upravlja ta sklad, in je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Vzajemni sklad ni pravna oseba. Smatra se, da je vzajemni sklad lociran v državi, v kateri je registriran sedež družbe za upravljanje, ki upravlja ta vzajemni sklad. Fizična oziroma pravna oseba postane lastnik sorazmernega dela premoženja vzajemnega sklada z vplačilom investicijskega kupona vzajemnega sklada. Vzajemni sklad se oblikuje in upravlja izključno v korist imetnikov investicijskih kuponov. Na premoženje vzajemnega sklada ni dovoljena izvršba. Zakon določa, kdo lahko oblikuje vzajemni sklad, pravila upravljanja, provizije in stroške, investicijske kupone vzajemnega sklada, prenos upravljanja, likvidacijo sklada<sup>68</sup>, statusne določbe itd.

*Družba za upravljanje (DZU)* je lahko organizirana kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. Družba ne sme opravljati nobene druge dejavnosti, razen storitev upravljanja investicijskih skladov. Lahko pa opravlja tudi storitve upravljanja finančnega premoženja dobro poučenih vlagateljev<sup>69</sup>, vendar le pod pogojem, če upravlja tudi premoženje vsaj enega vzajemnega sklada. Najnižji znesek osnovnega kapitala družbe za upravljanje je 50.000.000 tolarjev. Družba za upravljanje mora pred vpisom ustanovitve v sodni register pridobiti dovoljenje Agencije za upravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov.

*Skrbnik* je skrbnik premoženja investicijskega sklada in je lahko skrbniška banka ali druga finančna institucija, katere poslovanje ureja ZTVP-1 in katere glavna dejavnost so storitve v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji ter uveljavljanjem pravic iz teh vrednostnih papirjev na podlagi ZTVP-1, ki je pridobila dovoljenje Agencije za upravljanje skrbniških storitev.

---

<sup>67</sup> Sestavni deli dobička, ki jih vzajemni skladi ustvarijo so naslednji:

- iztrženi dobički pri naložbah (kapitalski dobiček);
- obresti, ki jih je prejel sklad od svojih naložb;
- dividende, ki jih je prejel sklad od svojih naložb;
- druge sestavine (zakon jih konkretno ne opredeljuje) (ZSIDU-1, 2002, str. 129).

<sup>68</sup> **Likvidacija** vzajemnega sklada se opravi v primerih, če:

- čista vrednost premoženja vzajemnega sklada v roku štirih mesecev od dneva, ko je družba za upravljanje prejela odločbo Agencije o dovoljenju za upravljanje vzajemnega sklada, ne doseže 20.000.000 tolarjev,
- se čista vrednost premoženja vzajemnega sklada zniža pod 20.000.000 tolarjev in v nadaljnjih tridesetih dneh ne doseže ponovno 20.000.000 tolarjev (ZISDU-1, 2002 str. 110).

<sup>69</sup> **Dobro poučen vlagatelj** je vsaka fizična ali pravna oseba, ki nalaga svoje premoženje z namenom ohranjanja vrednosti tega premoženja in doseganja donosov iz takih naložb in ima ustrezna strokovna znanja in izkušnje, potrebne za presojo tveganj, povezanih z vlaganjem v vrednostne papirje.

Skrbnik skrbi za dosledno izvajanje naložbene politike, določene v pravilih upravljanja, dnevno preverja vrednost enote premoženja, upravljalno provizijo itd.

Agencija za trg vrednostnih papirjev opravlja nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje oziroma ustanovitev investicijskih skladov ter družb za upravljanje ter nad poslovanjem oziroma upravljanjem investicijskih skladov in družb za upravljanje. Agencija opravlja nadzor tudi nad drugimi osebami, povezanimi z družbo za upravljanje, če je to potrebno zaradi nadzora nad družbo za upravljanje.

### **5.3. TRG VZAJEMNIH SKLADOV V LETU 2004**

#### **5.3.1. Trg vzajemnih skladov v letu 2004 v primerjavi z letom 2003**

Na dan 01.01.2004 je bilo na slovenskem trgu 21 vzajemnih skladov. Od tega je bilo 6 delniških (Rastko, Delniški, Delniški Zajček, MP-Plus.SI, MP-Global.SI ter Živa), 12 mešanih (Galileo, Alfa, Skala, Modra kombinacija, Vizija, Hrast, S.P.D., Vipek, LBM Piramida, Triglav Renta, Primus ter Uravnoreženi Polžek) ter 3 obvezniški (KD Bond, Obveznični Sova in Pika).

Največji tržni delež je imel mešani sklad Galileo, in sicer kar 38,44 % (glej Tab. 8, na str. 67). Vodilno pozicijo je ohranil od samega začetka, saj je bil, kot že omenjeno, naš prvi slovenski vzajemni sklad. Drugo mesto je pripadalo delniškemu Rastku in sicer je zavzemal 15,12 % trga. Oba sklada upravlja ista družba za upravljanje in sicer KD Investments. Mešani sklad Alfa je zavzel tretjo pozicijo, sledijo mu prav tako trije mešani skladi različnih upravljavcev, katerih deleži so pod 5 %. Sedmo mesto s 3,53 % je zavzel KD Bond, kot prvi obvezniški sklad. Tudi tega upravlja KD Investments, iz česar je lepo razvidno, da je imel na dan 01.01.2004 ta upravljalec vodilno pozicijo v vseh treh kategorijah skladov.

Obseg sredstev vseh skladov je znašal na dan 01.01.2004 skupno 92,783 mrd SIT, skupno število vlagateljev v vseh skladih pa je bilo 58,781 mrd SIT<sup>70</sup> [URL: <http://vzajemci.com>], kar je predstavljalo 55,58 % rast glede na leto 2002.

Leto 2004 je bilo za slovenski trg vzajemnih skladov posebno oziroma prelomno iz dveh razlogov, in sicer zaradi nastanka cele vrste novih skladov in zaradi bistvenega povečanja premoženja, naloženega v sklade.

---

<sup>70</sup> Konec leta 2002 jih je bilo 37,781 mrd SIT, v l. 2001 14,148 mrd SIT, v l. 2000 11,986 mrd SIT (vir: [vzajemci.com](http://vzajemci.com))

**Tabela 8: Tržni deleži vseh skladov na dan 01.01.2004**

<i>mesto</i>	<i>VRSTA VZAJEMNEGA SKLADA</i>	<i>01.01.2004 v odstotkih</i>
1	<i>Galileo<sup>71</sup></i>	38,44
2	<i>Rastko</i>	15,12
3	<i>Alfa</i>	11,99
4	<i>Skala</i>	4,92
5	<i>Modra Kombinacija</i>	4,27
6	<i>Vizija</i>	4,07
7	<i>KD Bond</i>	3,53
8	<i>Delniški</i>	3,39
9	<i>Delniški Zajček</i>	2,59
10	<i>Hrast</i>	1,81
11	<i>MP-Plus.SI</i>	1,52
12	<i>Uravnoveženi Polžek</i>	1,43
13	<i>S.P.D.</i>	1,29
14	<i>Vipek</i>	1,19
15	<i>Živa</i>	1,12
16	<i>MP-Global.SI</i>	0,94
17	<i>Obveznični Sova</i>	0,74
18	<i>LBM Piramida</i>	0,74
19	<i>Pika</i>	0,67
20	<i>Triglav Renta</i>	0,24
21	<i>Primus</i>	0,00

Vir: Vzajemci.com, [URL: <http://www.vzajemci.com>]

V letu 2004 so slovenski upravljavci ponudili trgu rekordnih 12 novih vzajemnih skladov, število se je tako povzpelo na kar 33, za svoj kos pogače pa se je na slovenskem trgu začelo potegovati tudi prvih 10 tujih vzajemnih skladov, ki so si pridobili dovoljenje za poslovanje. Obseg sredstev vseh skladov se je glede na leto 2003 izjemno povečal, in sicer se je vrednost več kot podvojila in znašala na dan 01.01.2005 kar 207,744 mrd SIT. Bistveno povečanje sredstev je predvsem posledica novih vplačil. Neto vplačila v domače vzajemne sklade so namreč presegla 80 mrd SIT (Grgič, 2005, str. 3). Dejstvo je, da je bilo v letu 2004 vplačanih več sredstev, kot v vseh preteklih letih oziroma v celotni zgodovini slovenskih vzajemnih skladov.

<sup>71</sup> Z rumeno oznako so označeni mešani skladi, z rdečo delniški ter z vijolično obvezniški.

Privlačnost vzajemnih skladov se je povečala predvsem zaradi upadanja obrestnih mer v bankah, kar je posledica upadanja inflacije, pa tudi zaradi dejstva, da bodo v prihodnosti večje vsote obresti tudi obdavčene (Viršek, 2004, str. 17).

Po nekaterih ocenah ima *povprečni slovenski vlagatelj* v vzajemnih skladih naloženih že približno dva milijona tolarjev (Grgič, 2005, str. 3). Kljub prelomnemu letu 2004 pa ne moremo trditi, da je dejavnost vzajemnih skladov na slovenskem finančnem trgu že prešla začetno obdobje. Vrednost sredstev v vzajemnih skladih na prebivalca pri nas zdaj dosega približno 400 EUR, v gospodarstvih, primerljivih s Slovenijo, pa v povprečju pet do osemkrat več. Pri tem pa prihranki v vzajemnih skladih dosegajo le slabo desetino prihrankov v bankah. Po nekaterih napovedih pa naj bi se ta delež v desetih letih povzpел na četrtno (Grgič, 2005 a, str. 3).

V vzajemni sklad se je v letu 2004 spremenil tudi prvi pid, in sicer se je iz pida Pomurska investicijska družba 1 oblikoval vzajemni sklad Primus, v letošnjem letu pa se bodo takšna preoblikovanja nadaljevala.

**Tabela 9: Tržni deleži vseh (slovenskih) skladov na dan 01.01.2005**

<i>mesto</i>	<i>VRSTA VZAJMENE SKLADA</i>	<i>01.01.2005 v odstotkih</i>
1	<i>Galileo<sup>72</sup></i>	28,94
2	<i>Rastko</i>	14,47
3	<i>Alfa</i>	7,75
4	<i>Modra kombinacija</i>	6,35
5	<i>Primus</i>	6,04
6	<i>NLB Skladi – Kombinirani sklad</i>	4,06
7	<i>Delniški</i>	3,53
8	<i>Skala</i>	3,28
9	<i>Vizija</i>	3,14
10	<i>Delniški Zajček</i>	2,80
11	<i>KD Bond</i>	2,70
12	<i>Triglav Renta</i>	2,07
13	<i>MP-Global.SI</i>	1,83
14	<i>Hrast</i>	1,65
15	<i>Uravnoteženi Polžek</i>	1,51
16	<i>NLB Skladi-Svetovni sklad delnic</i>	1,44
17	<i>MP-Plus.SI</i>	1,26
18	<i>NLB Skladi-sklad obveznic</i>	1,16

<sup>72</sup> Z rumeno oznako so označeni mešani skladi, z rdečo delniški ter z vijolično obvezniški.



<i>mesto</i>	<i>VRSTA VZAJMENEGA SKLADA</i>	<i>01.01.2005 v odstotkih</i>
19	<i>NLB Skladi-Sklad slovenskih delnic</i>	<i>0,90</i>
20	<i>Vipek</i>	<i>0,83</i>
21	<i>S.P.D.</i>	<i>0,77</i>
22	<i>Živa</i>	<i>0,74</i>
23	<i>NFD Delniški</i>	<i>0,62</i>
24	<i>Obveznični Sova</i>	<i>0,56</i>
25	<i>Pika</i>	<i>0,48</i>
26	<i>LBM Piramida</i>	<i>0,37</i>
27	<i>Beta-delniški</i>	<i>0,34</i>
28	<i>Triglav Evropa</i>	<i>0,12</i>
29	<i>NFD Obvezniški</i>	<i>0,09</i>
30	<i>Primus International</i>	<i>0,09</i>
31	<i>Primus Bond</i>	<i>0,05</i>
32	<i>Triglav Obvezniški</i>	<i>0,02</i>
33	<i>Infond Europa</i>	<i>0,02</i>

Vir: Vzajemci.com, [URL: <http://www.vzajemci.com>]

Kot je razvidno iz Tabele 9, v letu 2004 (glede na leto 2003) na prvih treh mestih ni prišlo do spremembe. Vodilno pozicijo je obdržal mešani sklad Galileo, vendar pa je njegov delež glede na leto 2003 bistveno padel, in sicer za skoraj deset odstotnih točk. Razlog je predvsem v vstopu novih skladov, ki so »pojedli« del njegove pogače. Drugo pozicijo je prav tako ohranil delniški sklad Rastko, katerega padec v tržnem deležu je bil bistveno manjši in sicer samo za 0,65 odstotne točke, tretjo pa mešani sklad Alfa. Na četrtem mestu je mešani, sklad Skala izpodrinila Modra Kombinacija, ki je prav tako mešani sklad, Skala pa je padla na osmo mesto. Peto in šesto mesto sta zavzela mešana sklada Primus in NLB Skladi-Kombiniran sklad, ki sta z aktivnim poslovanjem v letu 2004 šele začela.

Med prvimi desetimi skladi, to je 80,36 odstotkov trga, je torej v letu 2004 kar sedem mešanih skladov, le trije delniški ter nobenega obvezniškega. Ta podatek nam kaže, da so slovenski vlagatelji v povprečju bolj nagnjeni k tveganju, kot k varnosti. Vprašanje je koliko je to posledica prevelike nagnjenosti k tveganju investitorjev oziroma (ne)poznavanja finančnih zakonitosti odnosa tveganje-donos (»risk-return payoff«) in pa dejstva, da slovenski trg vzajemnih skladov še ni doživel nobenih drastičnih padcev vrednosti VEP posameznih skladov.

Do konca leta 2004 so se morali vsi skladi, ki so imeli oznako posebni, prilagoditi novemu zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ZISDU-1. Vloge za uskladitev so pri Agenciji za trg vrednostnih papirjev oddali vsi posebni vzajemni skladi. Nekaterim (šestim) so vloge že bile izdane v letu 2004, ostalim pa bodo v letu 2005 (Grgič, 2005, str. 3).

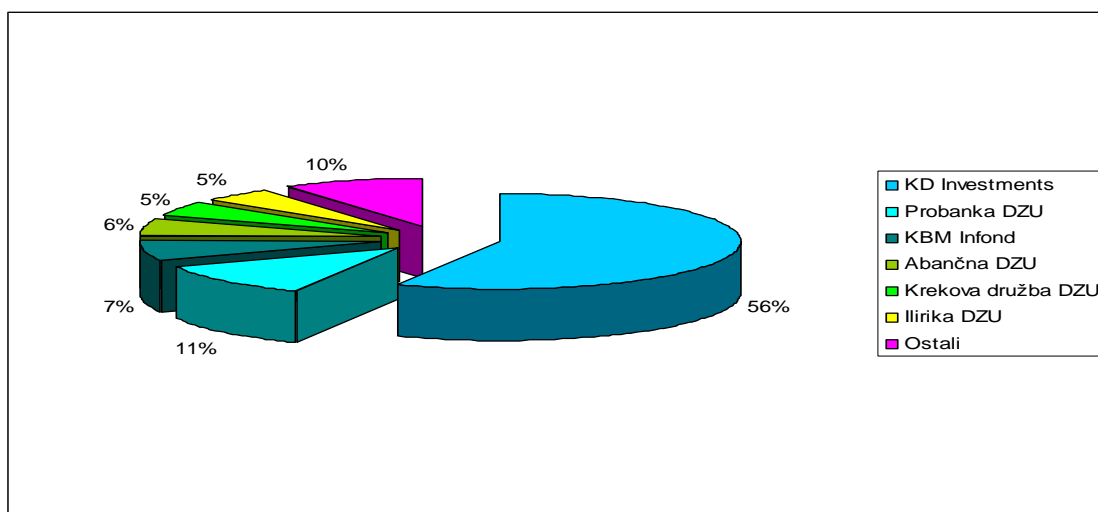
Po vstopu Slovenije v Evropsko unijo je mogoče na slovenskem trgu prodajati tudi tuje vzajemne sklade. Na dan 1.1.2005 je bilo aktivnih 10 skladov Raiffeisen Capital Management. Več tujih skladov pa je pričakovati tudi v prvi polovici letošnjega leta, saj se za slovenski trg vzajemnih skladov zanima kar nekaj tujih upravljalcev, predvsem iz Avstrije in Luksemburga.

Leto 2005 bo tako vlagateljem kot upravljalcem prineslo kar nekaj sprememb. Uskladitev z novim zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje bo vlagateljem zagotovila večjo preglednost in lažjo primerljivost med skladi. Tudi ponudba bo zaradi čedalje večjega števila skladov pestrejša, hkrati pa bo izbira zaradi množice teh produktov čedalje težja. Na naložbene odločitve bo zelo verjetno vplivala tudi nova davčna zakonodaja, saj bodo po treh letih neobdavčeni samo še kapitalski dobički. Upravljalci bodo imeli zaradi nove zakonodaje tudi več administrativnega dela, naložbene možnosti pa bodo lahko in tudi morali, bolj kakor doslej, iskati tudi na tujih trgih (Grgič, 2005a, str. 3).

### 5.3.2. Tržni deleži družb, ki upravljajo vzajemne sklade

V letu 2003 je bilo v slovenskem finančnem prostoru 12 upravljalcev vzajemnih skladov, v letu 2004 pa se je število povečalo na 14. Dogajanja na trgu vzajemnih skladov v letu 2004 so spremenila tudi tržne deleže upravljalcev v tej dejavnosti.

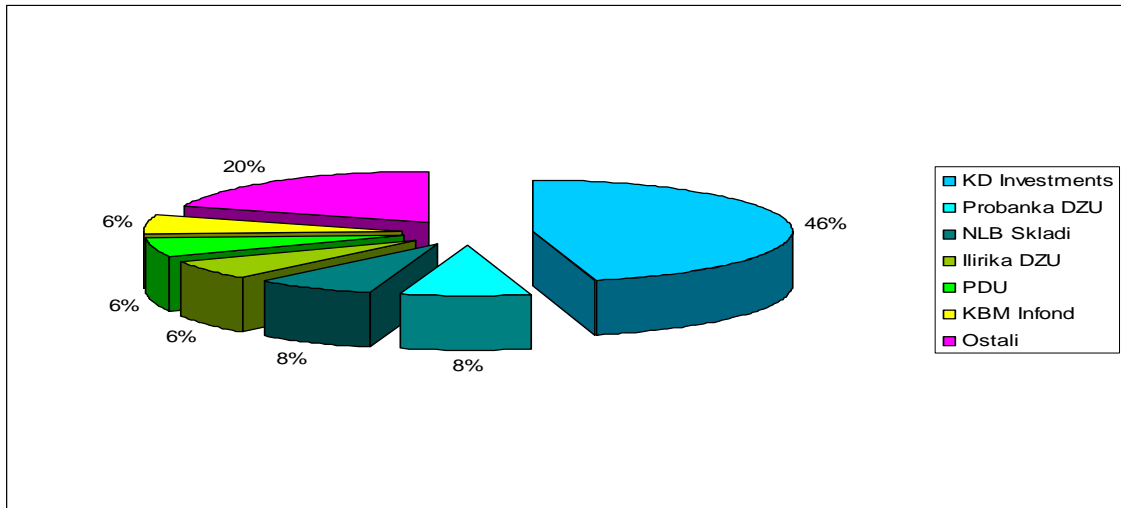
**Slika 8: Tržni deleži upravljalcev na dan 31.01.2004**



Vir: Vzajemci.com, [ URL: <http://www.vzajemci.com> ]

*Delež vodilnega upravitelja KD Investments se je iz več kot 50 - odstotnega deleža v letu 2003 skrčil na dobrih 46 odstotkov. Tržni delež družbe NLB Skladi, ki je svoje štiri sklade začela tržiti aprila leta 2004, se je skozi leto povzpelo na več kot 7 odstotkov. NLB skladi so tako postali tretji največji slovenski upravljavec. Poleg družbe NLB Skladi, pa si je med novinci precejšen, več kot 6 - odstotni delež, predvsem zaradi sklada Primus, priborila Pomurska družba za upravljanje.*

**Slika 9: Tržni deleži upravljavcev na dan 01.01.2005**



Vir: Vzajemci.com, [URL: <http://www.vzajemci.com>]

## 6. VPLIV VZAJEMNIH SKLADOV NA SPREMEMBO BANČNEGA POSLOVANJA

### 6.1. TRADICIONALNA VLOGA BANKE

»**Banka** («bank» angleško, »Bank» nemško, »banque» francosko in »banca» italijansko) je finančna institucija, ki je dobila svoje ime po klopi («banco» italijansko)« (Ribnikar, 1994, str. 99). V srednjem veku so, kot navaja Bobek, posamezniki na klopi oziroma menjalni mizi imeli svoj denar («banchieri») (Bobek, Novak, 2002, str. 4), kjer so izvajali menjalniška dela. Ti »banchieri« so v družbenem in gospodarskem življenju pridobivali vse večjo vlogo, njihova imena pa so še dolgo simbolizirala njihovo finančno moč in zaupanje v njihovo poslovanje.

Banke sprejemajo vloge, se zadolžujejo še na druge načine (na primer z izdajanjem vrednostnih papirjev, sprejemanjem posojil) ter na tej podlagi dajejo posojila (Ribnikar, 1994, str. 99).

V literaturi težko najdemo teoretični opis banke kot take. Najpogosteje srečamo opredelitev bank ali kot komercialne ali investicijske, zato jih navajamo:

Ribnikar opisuje **komercialno banko** (*»commercial bank«* v anglosaškem svetu, *banque de depots«* v Franciji) kot banko, ki sprejema vloge, med njimi tudi vloge na vpogled, ki se štejejo h knjižnemu denarju. Banke, ki ne sprejemajo vlog nasploh ali pa ne sprejemajo samo vlog na vpogled, ki se štejejo h knjižnemu denarju, temveč opravljajo druge bančne posle so **investicijske banke** (*»investment banks«* v ZDA, *»merchant banks«* v Veliki Britaniji, *»banques d'affaires«* v Franciji), (Ribnikar, 1994, str. 100).

Saunders opisuje komercialno banko kot banko, ki sprejema vloge (obveznosti) in daje posojila (sredstva) (Saunders, 2003, str. 25). Mishkin opredeljuje komercialne banke kot finančne posrednike, ki izdajajo bančne vloge (*»checkable deposits«*), hranilne vloge (*»savings deposits«*) ter vezane vloge (*»time deposits«*) ta sredstva pa uporabijo za komercialne, potrošne in hipotekarne kredite ter za nakup državnih in občinskih obveznic (Mishkin, 1997, str. 39). Investicijsko banko oziroma investicijsko bančništvo Saunders enostavno opiše kot dejavnost zbiranja dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev za podjetja ali vlade. Vključuje predvsem *»underwriting«*<sup>73</sup> ter plasiranje vrednostnih papirjev podjetij in držav na kapitalske in denarne trge (Saunders, 2003, str. 84). Mishkin ne razvije pojma investicijske banke. Ko govori o investicijskih finančnih posrednikih, jih deli na finančna podjetja, vzajemne sklade in vzajemne sklade denarnega trga (Mishkin, 1997, str. 41-42).

### 6.1.1 Banka kot finančni posrednik

**Tradicionalna vloga banke** se zrcali v njeni *posredniški funkciji* ali kot navaja Heffernan: *»Tradicionalna vloga, ki jo banke igrajo v ekonomiji, je njihovo delovanje kot posrednik med depozitarji (»depositors«) in izposojevalci (»borrowers«)«* (Heffernan, 1996, str. 15).

Banke so se običajno in še danes se, razlikovale od drugih nedepozitnih finančnih institucij po tem, da omogočajo naložbo presežka finančnih sredstev v obliki depozitov in omogočajo posojanje finančnih sredstev.

Glede na dejstvo, da je banka tipični finančni posrednik *opravlja večino funkcij finančnega posredništva*, ki smo jih že našli in opisali v 3. poglavju. In sicer s svojim poslovanjem, ki ji omogoča doseganje ekonomije obsega, znižuje tako informacijske kot transakcijske stroške. Zaradi diverzifikacije svojih naložb banka znižuje tveganja in s tem omogoča večjo likvidnost in varnost poslovanja, kar pa je tudi posledica preoblikovanja sredstev. Banke poleg teh osnovnih funkcij opravljajo še celo vrsto ostalih funkcij, ki pri drugih posrednikih niso tako razvite ali jih zaradi svoje narave sploh ne morejo izvrševati, in sicer funkcijo alokacije posojil, plačilnega prometa, nadalje igrajo pomembno vlogo pri izvajanju denarne politike, nudijo posredništvo pri zapadlosti itd.

---

<sup>73</sup> **Underwriting** je prevzem prodaje vrednostnih papirjev od izdajatelja.

### 6.1.2. Razvoj banke od njene tradicionalne vloge do moderne bančne strukture

Banke so *ena najstarejših finančnih institucij* z bogato, večtisočletno tradicijo in izkušnjami, ki so si jih nabrale skozi zgodovino.

*Bančništvo* ima svoje korenine že v *starem Egiptu*. Razvoj bančništva je namreč tesno povezan z razvojem in vlogo *denarja*. Egiptologi in numizmatiki so dokazali, da je denar obstajal že na začetku državne tvorbe starega Egipta (od 2650 do 2350 pr.n.št.). Denar iz elektrona<sup>74</sup> je imel obliko obroča. Poklica bankirja pa stari Egipt še ni poznal. Denar je bilo mogoče varno shraniti v staroegipčanskih templjih, ki so poleg veleposestnikov in faraonovih uradnikov denar tudi posojali (Novak, 2002, str. 4).

Denar je v različnih časovnih obdobjih, družbenih redih in gospodarskih sistemih spreminjal obliko in funkcijo, nastala pa je tudi nova institucija, banka, iz z njo nov poklic, bankir.

*Prvotno* je banka poskrbela predvsem za shranjevanje premoženja tistih posameznikov, ki so imeli finančne presežke. Sprva so to bili predvsem dragi kamni in pa seveda kovine. *Kasneje* se je razvila funkcija posojanja denarja, saj so začeli bankirji v hrambo zaupan zbrani kapital posameznikov s finančnim presežkom posojati tistim posameznikom, ki so imeli primankljaj finančnih sredstev, in s tem temeljna vloga banke, vloga posrednika med navedenima osnovnima celicama ekonomije, torej na eni strani funkcija nalaganja denarja in na drugi strani funkcija ponudbe posojil.

*Funkcija banke* oziroma njena dejavnost se je skupaj z razvojem gospodarstva in s tem tudi finančnega sistema *razširjala*, banke so poleg svoje osnovne funkcije sprejemanja vlog in dajanja posojil opravljale tudi storitve plačilnega prometa za svoje stranke, izdajati so začele prva jamstva itd.

*Proti letu 1900* so postajale posamezne banke vse močnejše, svojo finančno moč so povečevale tudi s pripojitvami drugih bank in z udeležbo v njihovem kapitalu. Velike banke so ustanovljale široke mreže poslovnih enot in razširjale področje zajemanja razpoložljivih finančnih sredstev gospodarstva in prebivalstva.

*S pojavom kapitalskih trgov* se je dejavnost banke dodatno razširila tudi na nakup in prodajo vrednostnih papirjev v imenu svojih strank, kar pa je seveda povzročilo bistveno povečanje tveganja poslovanja banke.

---

<sup>74</sup>Elektron je bila mešanica zlata in srebra.

V ZDA je vlada v letu 1933, po krizi bančnega sistema, v kateri je propadlo veliko število bank (okoli 10.000 bank), sprejela *bančni zakon* (»Banking Act« imenovan tudi »Glass-Steagall Act«), na podlagi katerega je ločila komercialno bančništvo od investicijskega (Krhlikar, 2001, str. 14). Zakon je prepovedoval komercialnim bankam trgovanje, to je nakup in prodajo vrednostnih papirjev v imenu svojih strank. Glavni razlog uvedbe nove zakonodaje je bila izolacija osnovne bančne funkcije (sprejemanje depozitov in dajanje posojil) od visokega tveganja, ki ga povzroča dejavnost trgovanja z vrednostnimi papirji.

V ameriškem finančnem sistemu je od leta 1933 do leta 1986 veljala prepoved plačila obresti na denarne bančne vloge ter omejitev višine obrestnih mer (5 %), ki so jih komercialne banke smele največ plačevati za druge vloge. Gre za **določilo Q** (*Regulation Q*). To določilo je bilo izjemno učinkovito, tako da se je začel zmanjševati tržni delež komercialnih bank pri finančnem posredništvu. Z naraščanjem inflacije in z njo nominalnih obrestnih mer se je takšen trend samo še poglobil (Ribnikar, 1998, str. 50). Takšno »ozračje« pa je bilo več kot idealno za pojav prvih denarnih vzajemnih skladov v letu 1971, saj je bil to le odgovor na povpraševanje investorjev po višjih obrestnih merah za njihove kratkoročne (denarne) naložbe. Poleg tega osnovnega razloga za razmah trga vzajemnih skladov pa so bili v kasnejših letih še nekateri drugi, tako na primer v letu 1979 pojav prvega vzajemnega sklada denarnega trga, ki je bil oproščen plačila davkov (»tax-exempt«) ter kasnejši razvoj trga kapitala, terminskih trgov, mednarodnih finančnih trgov itd.

Seveda je s pojavom vzajemnih skladov denarnega trga v finančnem sistemu ZDA zapihal nov veter, saj so bili skladi izjemno močna konkurenca komercialnim bankam. Poleg te zunanje konkurence, se pravi konkurence nebančnih finančnih posrednikov, pa so se banke srečevale s čedalje večjo konkurenco tudi med samimi bankami. Posledice teh tokov so bile očitne. Znižanje bančnih dobičkov oziroma profitabilnosti pri opravljanju svojih tradicionalnih poslov, kar pa jih je prisililo v iskanje novih prihodkovnih virov. Sprva (v začetku 80-ih let) so ponudile nove proizvode<sup>75</sup>, kasneje (v začetku 90-ih, ko je investiranje na kapitalskih trgih zopet pridobilo na veljavi, ko so obrestne mere začele padati in ko se je razširilo privatno pokojninsko zavarovanje) pa so iskale rešitve za ohranjanje konkurenčnosti in nadomeščanje izgubljenih dobičkov v širjenju svojega poslovanja preko mreže podružnic na bolj tvegana področja, predvsem na področja vzajemnih skladov ter v finančnem univerzalizmu in finančnih skupinah, kar se je v

---

<sup>75</sup> »Banke so ponudile **depozitni račun denarnega trga** (»money market deposit account« – MMDA). Za te vloge ni nobenih omejitev glede plačila obresti in nobenih omejitev glede minimalnega časa vezave. Gre za bančno vlogo s »transakcijskim privilegijem« ki ni čekovni račun ali knjižni denar. Dovolili so jih januarja 1983. Takšne so na primer še **NOWs** (»negotiable orders of withdrawal«) računi ali vloge, ki jih imajo samo posamezniki in neprofitne ustanove in zatem nekaj časa **Super NOWs**. Za zadnje vloge ali račune so dobivali komitentni obresti samo v primeru, če je bilo povprečno stanje vloge vsaj 2.500 USD« (Ribnikar, 1998, str. 51).

zadnjih dveh desetletjih razvilo ne samo na ameriškem, temveč tudi na vseh ostalih večjih finančnih trgih.

## 6.2. SPREMENJENA, MODERNA BANKA

V razvitih finančnih sistemih (ZDA, Velika Britanija, Nemčija, Japonska itd) je v zadnjih dveh desetletjih zaradi prej omenjenih trendov pa tudi zaradi vse večje globalizacije ter liberalizacije poslovanja prišlo do brisanja mej tradicionalno ločenih finančnih institucij v finančnih sistemih. Le-te se namreč pospešeno zblížujejo in povezujejo. Tako prihaja na eni strani do združevanja opravljanja različnih, prej strogo ločenih finančnih storitev v eni sami finančni instituciji oziroma enem samem finančnem posredniku, univerzalni banki, na drugi strani pa prihaja do razvoja finančnih skupin oziroma finančnih konglomeratov, ki so organizirani zelo različno (holding, navzkrižne lastniške povezave, pogodbeno sodelovanje), (Stankovič, 1997, str. 8).

Koncept **bančnega univerzalizma** (*»universal banking«*) se v svetu pojavlja v različnih oblikah, predvsem zaradi različne zakonodaje držav glede omejevanja lastništva bank in ostalih finančnih institucij, lastništva bank nad podjetij ter definicije bančnih poslov (Hren, 2001, str. 25). Heffernan navaja Saunders Waltersovo opredelitev univerzalnega bančništva, ki ga razčlenita na štiri osnovne tipe, in sicer (Heffernan, 1996, str. 27):

- **popolna integracija** (*»fully integrated universal bank«*); znotraj ene same univerzalne banke se opravlja celoten spekter finančnih storitev (komercialne, investicijske, zavarovalniške in druge storitve);
- **delna integracija** (*»partially integrated financial conglomerate«*) **ali nemški bančni univerzalizem**; banka ponuja komercialno in investicijsko bančništvo, hčerinska podjetja pa ponujajo ostale storitve, kot so zavarovanje, leasing, hipotekarno bančništvo, lahko pa banka opravlja vse storitve sama;
- **angleški bančni univerzalizem** (*»bank subsidiary structure«*); krovna banka ponuja komercialno bančništvo, hčerinska podjetja pa ostale storitve;
- **ameriški bančni univerzalizem** (*»bank holding company structure«*); finančna holding družba ima v lasti banke in nebančna podjetja (hčerinske družbe), ki so samostojne pravne osebe in niso kapitalsko povezane zaradi posebne ameriške zakonodaje, »unit banking system«, ki zahteva, da lahko banka posluje samo v enem prostoru in ne sme imeti podružnic, ki niso pravne osebe; hčerinska podjetja se torej ukvarjajo vsaka z eno od bančnih ali nebančnih dejavnosti<sup>76</sup>.

Univerzalna banka lahko torej vključuje sledeče *finančne proizvode* oziroma *storitve*:

---

<sup>76</sup> Z bančnimi dejavnostmi mislimo na komercialno bančništvo, z nebančnimi pa na vse ostale finančne storitve (investicijsko bančništvo, zavarovanje, hipotekarno bančništvo itd.).

- finančno posredovanje;
- trgovanje s finančnimi instrumenti, valutami ter izvedenimi finančnimi instrumenti;
- izdajanje dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev;
- borzno posredništvo;
- svetovanje podjetjem, vključno z združitvami in prevzemi;
- investicijsko bančništvo;
- vzajemni skladi oziroma odprti ter zaprti in posebni investicijski skladi;
- zavarovalništvo;
- lastništvo nefinančnih podjetij itd.

Iz definicije univerzalne banke je razvidno, *da so se tradicionalni bančni posli finančnega posredništva skozi zgodovino ohranili, hkrati pa so razmere na finančnih trgih banko prisilile, da se je podala tudi na druga, pogosto bolj tvegana področja finančnega poslovanja*<sup>77</sup>. Banke, ki so namreč s temeljno funkcijo finančnega posredništva pridobile ugled, kvalitetne dolgoročne odnose s svojimi strankami, bazo podatkov o svojih strankah, razvile kvalitetne odnose z drugimi finančnimi institucijami itd., lahko ta temelj nadgradijo s ponudbo novih finančnih storitev, saj lahko s tem dosežejo dvoje (Heffernan, 1996, str. 24):

- s ponudbo večjega števila storitev, po katerih je povpraševanje s strani njihovih strank, lahko banke razvijajo konkurenčno prednost in s tem povečanje dobička ter
- omogočijo strankam, da se s tako pridobljenim paketom finančnih storitev zavarujejo pred asimetričnimi informacijami, ki jim lahko onemogočijo realno presojo kvalitete finančnih storitev.

Bančništvo je v zadnjih dveh desetletjih zaznamovano ne samo s širjenjem svojih produktov, finančnim univerzalizmom, finančnimi skupinami ampak tudi z izredno močnim in hitrim razvojem **internetnega poslovanja** (*»e-banking«*), ki je posledica razvoja informacijskih sistemov. *Vse navedeno je povečalo učinkovitost ter s tem povečalo konkurenčnost bančnega sistema, ki je na tak način bistveno nadgradil tradicionalno bančno funkcijo finančnega posredništva.*

Seveda pa razvoj univerzalnega bančništva *ne pomeni, da bodo s finančnih trgov izginile samostojne, majhne, ozko specializirane banke*, kot je to na primer investicijska banka, usmerjena na ozek segment podjetniškega financiranja. Težave univerzalnih bank, kot so nasprotje interesov (*»conflict of interest«*), struktura stroškov ter okornost sistema zagotavljajo takšnim bankam pomembno vlogo v finančnem sistemu (Smith, 1997, str. 428).

---

<sup>77</sup> Tako kot mnoga podjetja tudi banke vstopajo v bolj tvegane, nebančne finančne storitve z namenom maksimiziranja dobička, kot glavnega cilja lastnika.



**Moderne banke** so torej ali ozko specializirane banke ali banke, ki nudijo širok spekter finančnih storitev (tako bančnih kot nebančnih storitev) (Heffernan, 1996, str. 23). Seveda pa so moderne banke zelo prisotne v mednarodnem finančnem prostoru oziroma so zaradi globalnih povezav večinoma del svetovnega gospodarstva.

### **6.3. VZAJEMNI SKLADI KOT ALTERNATIVA BANČNIM DEPOZITOM**

Vse štiri osnovne skupine vzajemnih skladov, predvsem pa vzajemni skladi denarnega trga (nova zakonodaja v Sloveniji omogoča ustanovitev denarnih skladov), so zaradi svoje kratkoročne narave *zanimiva alternativa bančnim depozitom*. Donosi so konkurenčni oziroma običajno višji kot pri depozitih, hkrati pa lahko vlagatelj vložena sredstva dvigne kadarkoli želi (depoziti so običajno vezani na neko obdobje, na primer tri mesece, polleta, leto ali več). Poleg tega ima delnica takšnega sklada vsaj deloma značilnosti transakcijskega bančnega računa; sklad ima namreč odprt račun pri banki (običajno skrbniški) in delničar sklada lahko izda ček v breme tega računa, ki ga ima sklad pri banki (Ribnikar, 1998, str. 50-52).

Kot navajajo statistike varčevanja v razvitih ekonomijah, *se vse več prihrankov usmerja v naložbe v vrednostne papirje*. Privarčevani denar zaobide klasične depozitne ustanove in se kanalizira posredno ali neposredno na kapitalske trge (Traven, 1999, str. 24). Gospodinjstva s presežkom finančnih sredstev se odločajo za nakup vrednostnih papirjev na borzi, nakup točk v vzajemnih skladih, za varčevanje v pokojninskih skladih ali pa za nakup polic življenjskega zavarovanja.

Ob primerjavi rasti posameznih oblik varčevanja *ameriških gospodinjstev* se je izkazalo, da so bili v ostrem boju za prihranke *najbolj uspešni prav vzajemni skladi*, saj so v letih od 1991 do 1998 kar podvojili svoj delež v finančnih naložbah gospodinjstev. V strukturi finančnih naložb je bil v tem obdobju najbolj občuten upad depozitov in naložb v dolžniške instrumente, namesto njih pa so se poleg vzajemnih skladov gospodinjstva raje odločala za varčevanje v pokojninskih skladih ter za neposredne nakupe delnic podjetij. Upadel pa je tudi delež varčevanja v obliki življenjskega zavarovanja (Traven, 1999, str. 24). Takšen razvoj pa je povečini pogojen z gibanjem donosnosti naložb na kapitalskih trgih, saj so delniški indeksi v tem obdobju strmo porasli.

Tudi v *evropskih gospodarstvih* se kažejo premiki v načinu varčevanja, ki pa so tako v srednji kot vzhodni Evropi (torej tudi v Sloveniji) bolj kot ne v začetnih fazah razvoja. Spremembe so deloma pogojene s pokojninskimi reformami pa tudi s samim razvojem finančnih sistemov ter varčevalnih navad.

## 7. SKLEP

V magistrskem delu smo proučevali dejavnost vzajemnih skladov, vse bolj aktualnega področja finančnih trgov, in sicer z vidika njenega položaja med finančnimi posredniki ter njenega vpliva na spremembo tradicionalne vloge poslovanja bank. To zadnje je bila tudi hipoteza, ki smo jo skozi nalogo potrdili.

V drugem poglavju smo opredelili širši prostorski okvir v katerem delujejo in se razvijajo vzajemni skladi, to je finančni sistem. Izpostavili smo tri temelje finančnih sistemov in sicer finančne trge, kjer smo več pozornosti namenili denarnemu trgu in trgu kapitala, finančne institucije, kjer smo se zaradi kasnejše natančnejše obravnave finančnih posrednikov omejili na njihovo delitev, hkrati pa smo zaradi njene specifične funkcije izpostavili centralno banko kot osrednjo finančno institucijo. V zadnjem delu smo na kratko opisali še finančne instrumente.

Finančni trgi so v vsakem finančnem sistemu tesno povezani z vsemi ostalimi ekonomskimi trgi in so eden najbolj zanimivih in najbolj pomembnih trgov. Njihovo učinkovito delovanje je nujno potrebno za normalno funkcioniranje gospodarstva. Namreč tako podjetja kot banke in država ter ostale finančne institucije kot tudi gospodinjstva preko finančnih trgov pridobivajo potrebna sredstva za svoj obstoj in razvoj, hkrati pa jim ti trgi omogočajo ohranjanje in povečevanje vrednosti njihovega kapitala oziroma premoženja. Zaradi svoje razčlenjenosti, zahtevnosti in zaradi izjemno hitrih sprememb, ki se skoraj dnevno odvijajo, zahteva uspešno delovanje na finančnih trgih hitro odzivnost, veliko znanja ter izkušenj. Pogoj za stabilno delovanje finančnih trgov in s tem za stabilen pretok sredstev preko teh trgov pa so zdrave in razčlenjene finančne institucije. Centralna banka je osrednja finančna institucija vsakega finančnega sistema. V njem ima specifično vlogo, saj je ravno ona tista, ki s svojim delovanjem omogoča stabilno delovanje finančnih trgov in s tem posledično skrbi za zrel finančni sistem.

V tretjem poglavju smo se osredotočili na finančne posrednike, kot eno od dveh glavnih skupin finančnih institucij, kamor se uvrščajo tako vzajemni skladi kot tudi banke. V svetu brez finančnih posrednikov se sredstva direktno prelivajo od gospodinjstev do podjetij. Seveda pa je s tem povezana cela vrsta stroškov in tveganj. Finančni posredniki so tisti vezni člen na finančnih trgih, ki so s svojim pojavom in delovanjem omogočili bistveno znižanje informacijskih in transakcijskih stroškov gospodinjstev. Omogočili so tudi varčevanje v bolj likvidnih oblikah, kar omogoča, da pridejo stranke do svojega denarja kadarkoli želijo. To zadnje pa finančni posredniki lahko dosežejo zaradi razpršitve oziroma diverzifikacije svojih naložb in s tem zmanjšanja tveganja, kar jim omogoča njihova velikost. V drugem delu poglavja smo razčlenili predvsem nedepozitne finančne posrednike, tako, da smo prišli do investicijskih skladov, kamor se neposredno uvrščajo vzajemni skladi. Poglavje smo zaključili z zgodovinskim pregledom razvoja finančnih posrednikov na Slovenskem in ugotovili, da je pred prelomnim letom 1991 na Slovenskem delovalo le majhno število finančnih posrednikov, in sicer banke, zavarovalnice,

kreditne zadruge, državni denarni zavodi ter hranilnice. Šlo je za izrazito nerazvit in plitek finančni sistem, ki je bil predvsem v obdobju od leta 1972 do leta 1990 prilagojen plansko - tržnemu sistemu, ki je tako povzročil kot navaja Ribnikar *čudaške*, »Ponzi« finance, sistem ekstremnega in neuresničljivega financiranja (Ribnikar, 1989, str. 5). Seveda pa so bili posledično tudi finančni posredniki posebni ali nenavadni, saj so bili prilagojeni delovanju tega sistema. Prostora za vzajemne sklade, ki so bili v tem obdobju že stalna praksa predvsem v razvitih tržnih gospodarstvih, seveda ni bilo. Pojavili so se šele po osamosvojitvi Slovenije, ko so se začele v našem finančnem sistemu izvajati številne reforme.

Četrto poglavje, v katerem na primeru razvitega ameriškega trga opredelimo značilnosti odprtih investicijskih skladov oziroma vzajemnih skladov, je logično nadaljevanje predhodnega poglavja, saj gremo v magistrskemu delu od najširših do najožjih pojmov. Ugotovili smo, da so vzajemni skladi tisti finančni posredniki, ki individualnem vlagatelju z nizkimi prihranki, omogočajo vlaganje njegovih nizkih privarčevanih zneskov, rast tega premoženja, razpršitev tveganja ter s pomočjo specializiranih strokovnjakov nadomeščajo njegovo pomanjkljivo znanje. Vse navedeno pa so tudi glavni razlogi zakaj je industrija vzajemnih skladov, ne samo na ameriških temveč tudi na ostalih razvitih finančnih trgih postala ena izmed najhitreje rastočih panog, z največjim razmahom v 90-ih letih prejšnjega stoletja. Največjo raznolikost vzajemnih skladov najdemo ravno na ameriškem trgu, zato je poznavanje tega trga temelj za proučevanje vzajemnih skladov na manj razvitih trgih. S pomočjo konkretnih podatkov smo prišli do sklepa, da so vzajemni skladi v ameriškem finančnem sistemu drugi najpomembnejši finančni posrednik (merjeno z vidika sredstev) takoj za komercialnimi bankami in pred življenjskimi zavarovalnicami.

Zaradi vse večjega povpraševanja po vlaganjih v vzajemne sklade in zaradi potencialnih dobičkov so v ta segment ameriških finančnih trgov začeli prodirati številni finančni posredniki kot tudi agentske finančne institucije. Pri tem banke niso bile nikakršna izjema ravno nasprotno, zaradi določila Q ter zaradi naraščanja inflacije, so se banke morale prilagoditi, in sicer ne samo s ponudbo novih konkurenčnih proizvodov temveč tudi z razširitvijo svoje ponudbe na področje vzajemnih skladov. Prilagoditev razmeram na trgu je bila uspešna, saj so banke v začetku leta 2004 z 20 - odstotnim deležem zavzemale drugo mesto med finančnimi institucijami, ki so ponujale vzajemne sklade.

V petem poglavju smo predstavili tudi razmere na slovenskem trgu vzajemnih skladov, ki je potreboval vrsto let, da si je opomogel od »Afera Dadas«, ki je negativno zaznamovala slovenski trg za lepo število let. Razmere na trgu, predvsem po sprejetju nove zakonodaje kažejo, da se je zaupanje v zadnjih letih okrepilo, kar je posledica predvsem urejene zakonodaje, vse večjega oglaševanja v medijih, uspešnosti skladov ne samo v domačem temveč tudi v mednarodnem merilu, padanja bančnih obrestnih mer. V tem poglavju smo prišli do ugotovitve, da je nagnjenost k tveganju med slovenskih vlagatelji v vzajemne sklade dokaj visoka, saj je v letu 2004 kar 80,36 odstotkov trga zavzemalo sedem mešanih skladov ter trije delniški (noben obvezniški).

Ugotovili smo tudi, da kljub izjemno uspešnemu letu 2004, gledano predvsem z vidika nastanka novih skladov ter z vidika povečanja premoženja vloženega v sklade (bili smo priče podvojitvi vrednosti) ter kljub sprostivam nekaterih omejitev, za Slovenijo ne moremo trditi, da je prestopila prag razvitih industrij vzajemnih skladov. Moralo bo preteči še kar nekaj let, se razviti še cela vrsta skladov znotraj že obstoječih osnovnih skupin, trg bo moral doživeti še kar nekaj močnih nihanj (predvsem navzdol), povečati se bo moralo število upravljavcev, osveženost ljudi ter njihove izkušnje se bodo morale precej povečati in podobno, da bo trg vzajemnih skladov postal stabilen, preizkušen in tako nekaj vsakdanjega ne samo za ljudi z določenim ekonomskim znanjem temveč tudi za ostale širše množice investitorjev.

V zadnjem šestem poglavju smo se osredotočili na banko kot na enega najstarejših finančnih posrednikov, ki je skozi zgodovino doživela največ sprememb in prilagoditev razmeram na zahtevnih finančnih trgih. Banke imajo zaradi svojih številnih specifičnih vlog (omogočajo varčevanje v obliki depozitov, ki so zavarovani s strani države, izvajajo funkcijo alokacije posojil, sodelujejo pri izvajanju denarne politike s strani države itd.) posebno mesto v vsakem finančnem sistem. Lahko bi rekli, da so s tega vidika nenadomestljive. Hkrati pa smo ugotovili, da so se morale banke zaradi spremenjenih razmer na trgu, ki so zniževale njihovo konkurenčnost, preoblikovati iz svoje tradicionalne vloge posrednika med deficitnimi in suficitnimi celicami v moderno bančno strukturo, ki nudi svojim strankam na enem mestu cel spekter finančnih storitev. K temu so, kot smo to videli ob primeru ameriškega trga, pripomogli tudi vzajemni skladi, ki so po letu 1970 z nastankom denarnih skladov zapolnili vrzel, ki je nastala zaradi omejitve bank pri plačevanju obresti na bančne vloge. Banke so se morale, če so hotele preživeti in ostati konkurenčne, prilagoditi. S tem pa smo tudi dokazali osnovno hipotezo, da je razvoj vzajemnih skladov v določeni meri vplival na spremembo tradicionalne vloge banke.

## 8. LITERATURA IN VIRI

### 8.1. Literatura

1. BALKOVEC Bojan: Prispevek k zgodovini Ljubljanske borze za blago in vrednote. Prispevki za novejšo zgodovino. Ljubljana: 34 (1994), 1, 75-79 str.
2. BAUMOL William J., GOLDFELD Stephen M., GORDON Lilli A., KOEHN Michael F.: The Economics of Mutual Fund Markets: Competition Versus Regulation. Kluwer Academic Publishers, B.k.: Second Printing 1993, 236 str.
3. BEŠTER Helena: Pokojninski sistemi v svetu in pri nas. Ljubljana: Center Marketing International, 1996, 177 str.
4. BENZ Christine, DI TEREZA Peter, KINNEL Russel: Morningstar Guide to Mutual Funds, John Wiley & Sons, Hoboken: 2003, 286 str.
1. BRUNEEL D.: La monnaie, La Revue Banque, B.k.: 1992, 141 str.
2. BOBEK Dušan: Organizacija in poslovanje bank. Maribor: Višja ekonomsko komercialna šola, 1966, 221 str.
3. BODIE Zvi, KANE Alex, MARCUS Alan J: Investments. Fifth Edition. New York: McGraw-Hill, 2002, 1015 str.
4. BODIE Zvi, KANE Alex, MARCUS Alan J: Investments. Sixth Edition. New York: McGraw-Hill, 2005, 1090 str.
5. BOGLE John C: Bogle on Mutual Funds. Burr Ridge, Irwin: 1994, 320 str.
6. BUBNOV ŠKOBERNE Anjuta: Primerjalni pregled sistemov pokojninskega varstva. Podjetje in delo, Ljubljana: 1992, 8, 926-941 str.
7. CAMPBELL Tim S.: Financial institutions, markets and economic activity. McGraw-Hill, B.k.: 1982, 604 str.
8. CHAINEAU A.: Mecanismes et politique monetaire. Pariz: Presses universitaire de 1984, 9 izdaja, 179 str.
9. FABOZZI Frank J., MODIGLIANI Franco, FERRI Michael G.: Foundations of Financial Markets and Institutions. Englewood Cliffs: Prentice Hall Inc., 1994, 666 str.
10. FRANCIS Jack C., IBBOTSON Roger: Investments: a global perspective. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2002, 885 str.
11. FREDMAN Albert J., WILES Russ: How Mutual Funds Work. New York: New York Institute of Finance, 1993, 334 str.
12. FREDMAN Albert J., WILES Russ: How Mutual Funds Work. Second edition. New York: New York Institute of Finance, 1998, 394 str.
13. GRGIČ Maja: Premoženje presešlo 200 milijard tolarjev. Delo, Ljubljana: 2005, 3 str.
14. GRGIČ Maja: Veliko večja Izbira pri naložbah. Delo, Ljubljana: 2003, 26 str.
15. GRGIČ Maja: Vzajemni preboj. Delo, Ljubljana: 2005 a, 3 str.

16. GUŠTIN Damijan: Finančni viri in denarnišvo narodnoosvobodilnega gibanja na Slovenskem 1941-1945. Zgodovina denarstva in bančništva na Slovenskem. Ljubljana: Zveza zgodovinskih društev Slovenije, 1987, 81-103 str.
17. HEFFERNAN S.: Modern banking in Theory and practice. J Wiley & Sons, B.k.: 1966, 15-37 str.
18. HOČEVAR Toussaint: Slovensko poslovno bančništvo kot inovacijski dejavnik, 1990-1930. Zgodovina denarstva in bančništva na Slovenskem. Ljubljana: Zveza zgodovinskih društev Slovenije, 1987, 61-74 str.
19. HOMAN Nataša: Ureditev pokojninskih sistemov v svetu in Sloveniji – uvedba drugega stebra. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002, 113 str., 4 pril.
20. HREN Gvido: Povezovanje bank z nebančnimi finančnimi institucijami. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001, 45 str., 2 pril.
21. JOHNSON, Hazel J.: Global financial institutions and markets. Blackwell Publishers Inc., B.k.: 2000, 626 str.
22. KATUNARIĆ Ante: Banka-pricipi i praksa bankovnog poslovanja. Zagreb: Center za informiranje i publiciteto, 1988, 652 str.
23. KAVČIČ Niko: Pot v osamosvojitve. Ljubljana: Samozaložba, 1996, 332 str.
24. KLEMENČIČ Lucijan: Odprti investicijski skladi v svetu in pri nas. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000, 50 str.
25. KODRIČ Sandi: 10 let vzajemnih skladov. Dnevnik, Ljubljana, 2002, 32 str.
26. KRHLIKAR Katja: Bančni sistem ZDA. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001, 35 str.
27. LIVINGSTON Miles: Money & Capital Markets. Financial Instruments and Their Uses. Englewoods Cliffs: Prentice Hall, 1990, 429 str.
28. MEŽNAR Andreja: Razvoj finančnih institucij v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana, Ekonomska fakulteta, 1998, 47 str., 9 pril.
29. MRAMOR Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1999, 116 str.
30. MRAMOR Dušan, et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Gospodarski vestnik, Ljubljana 2000, 471 str.
31. MRAMOR Dušan: Uvod v poslovne finance. Gospodarski vestnik, Ljubljana 1993, 381 str.
32. MISHKIN S. Frideric: The Economics of money, banking and financial markets. Fourth edition. B.k., Harpen Collins, 1997, 385 str.
33. NOVAK Manica: Primerjava ureditve bančnega sistema Evropske unije s slovensko. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002, 116 str., 16 pril.
34. SAUNDERS Athony: Financial Institutions Management. Fourth edition. B.k., Mc Graw-Hill Irvine, 2003, 778 str.
35. PETERNELJ Lado: Ob petindevedesetletnici slovenske zavarovalnice. Obzornik, Glasilo Zavarovalnice Triglav, Ljubljana: 17 (1995), 6, 16-17 str.

36. PETERNELJ Lado: Ob petindevedesetletnici slovenske zavarovalnice. Obzornik, Glasilo Zavarovalnice Triglav, Ljubljana: 17 (1995a), 8, 13 str.
37. PIRTOVŠEK Matej: Upravljanje vzajemnih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003, 89 str., 8 pril.
38. 49-50 str.
39. RIBNIKAR Ivan: Finančne institucije. Bančni vestnik, Ljubljana: 1996, 43-45 str.
40. RIBNIKAR Ivan: Finančna struktura. Bančni vestnik, Ljubljana: 2000, 70-73 str.
41. RIBNIKAR Ivan: Finančni trgi 1. Bančni vestnik, Ljubljana: 1995, 38-39 str.
42. RIBNIKAR Ivan: Institucionalni investitorji. Bančni vestnik, Ljubljana: 1994,
43. RIBNIKAR Ivan: Instrumenti denarne politike Banke Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana: 1999, 41-44 str.
44. RIBNIKAR Ivan: Izvedeni finančni instrumenti. Bančni vestnik, Ljubljana: 1996a, 52-54 str.
45. RIBNIKAR Ivan: Od denarja do medvedjega trenda. CISEF, Ljubljana: 1994, 229 str.
46. RIBNIKAR Ivan: Odprti ali vzajemni investicijski skladi (instrumentov) denarnega trga. Bančni vestnik, Ljubljana: 1998, 50-52 str.
47. RIBNIKAR Ivan: Uvod v finančno ekonomijo. Ljubljana: Pegaz, 1989, 357 str.
48. ROBERTS Richard: Inside International Finance. Orion Business Book, B.k., 1999, 247 str.
49. ROWLAND Mary: A commonsense guide to Mutual Funds. Bloomberg Press, Princeton: 1996, 227 str.
50. PRAŠNIKAR Janez: Ekonomski modeli za poslovno odločanje. Gospodarski vestnik, Ljubljana: 1998, 435 str.
51. SMITH F. Paul: Money and Financial Intermediation. New Jersey: Prentice – Hall, 1981, 370 str.
52. SMITH R.C., WALTER I.: Global banking. Oxford University Press, Oxford: 1997, 401-445 str.
53. STANKOVIČ Vesna: Nadzorni organi in finančne institucije. Bančni vestnik, Ljubljana: 46, (1997), 9, 6-9 str.
54. STRGAR Marta: Finančni sistem in globalno usmerjeno podjetje v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003, 100 str.
55. ZAMERNIK Lojze: Ustanovitev, poslovanje in organiziranost bank in hranilnic v Sloveniji. Podjetje in delo, Ljubljana: 17 (1991) 6, 611-621 str.
56. VIRŠEK Damjan: Vzajemni skladi so krivi za debelo borzno leto. Delo, Ljubljana: 2004, 17 str.
57. WALTRITSCH Marko: Slovensko bančništvo in posojilništvo na Goriškem. Gorica: Kmečka banka v Gorici, 1982, 467 str.

## 8.2. Viri

1. Banka Slovenije, Ljubljana: [URL: <http://www.bsi.si/html/kazalo.asp>], 30.09.2004
2. Investment Company Institute, 2004, [URL: <http://www.ici.org/fundamentals>], 13.11.2004
3. Mutual Fund Education Alliance,  
[URL: <http://www.mfea.com/GettingStarted/LearningTopics/Basics/TheBasics.asp>],  
13.10.2004
4. Mutual Fund Fact Book. Washington, DC: Investment Company Institute, 2004,  
189 str., [URL: [http://www.ici.org/stats/mf/2004\\_factbook.pdf](http://www.ici.org/stats/mf/2004_factbook.pdf)], 4.10.2004
5. Mutual Fund Fact Book. Washington, DC: Investment Company Institute, 2002, 126 str.
6. Nova Ljubljanska Banka d.d., Ljubljana:  
[URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=1343&SeS=8095227422909-1095876845>], 9.10.2004
7. Portal Pokojnina.com: [URL: <http://www.pokojnina.com>], 9.10.2004
8. Portal Vzajemci.com: [URL: <http://www.vzajemci.com>], 28.12.2004
9. Portal Skladi.com: [URL: <http://www.skladi.com>], 28.11.2004
10. RIBNIKAR Ivan: Gradivo za izpit politika poslovnih bank. Ekonomska fakulteta, Ljubljana:  
2001, 28 str.
11. State Farm Insurance Company, [URL: <http://www.statefarm.com/about/story.htm>],  
21.10.2004
12. Statistični zavarovalniški bilten 1995, Ljubljana: Slovenski zavarovalni biro, 1995, 46 str.
13. Statistični zavarovalniški bilten 2004, Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje, 2004, 73  
str., [URL: <http://www.zav-zdruzenje.si/docs/bilten2004%20slo.pdf>], 10.10.2004
14. Zakon o dohodnini (Zdoh-1). (Uradni list RS, št. 54/2004)
15. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). (Uradni list RS, št.  
110/2002)
16. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1). (Uradni list RS, št. 56/99)
17. Zavarovalnica Triglav d.d., Ljubljana:  
[URL: <http://www2.zav-triglav.si/stran.asp?id=67>], 9.10.2004



## 9. PRILOGE

### 9.1. Seznam internetnih strani, ki ponujajo dobre informacije o vzajemnih skladih na ameriškem tržišču

1. URL: <http://www.ici.org>
2. URL: <http://www.brill.com>
3. URL: <http://www.mfea.com>
4. URL: <http://www.morningstar.com>
5. URL: <http://biz.yahoo.com/funds>
6. URL: <http://www.bloomberg.com>
7. URL: <http://www.fidelity.com>

Sledeči naslovi vsebujejo informacije o skladih s katerimi se trguje na borzah (EFT)

8. URL: <http://www.indexfunds.com>
9. URL: <http://www.amex.com>
10. URL: <http://www.cboe.com>
11. URL: <http://www.nyse.com>
12. URL: <http://www.amfi.com/cgi-bin/web.cgi?KEY=AMG000001>

Vir: Bodie et al., 2005, str. 130

### 9.2. Slovar tujih izrazov, ki so uporabljeni v magistrskem delu

**Administrative and other costs:** adiministrativni in drugi stroški

**Adverse events:** neugodni dogodki

**Adverse selection:** napačna izbira

**Annual account maintenance fee:** letna provizija za vodenje računov

**Annual fund operating expenses:** letni operativni stroški

**Assets allocation funds:** skladi alokacije sredstev

**Assets transformation services:** funkcija/storitev preoblikovanja sredstev

**Asymmetric information:** asimetrične informacije

**Back end load:** izstopna provizija

**Balanced funds:** uravnoteženi skladi

**Banca:** banka

**Banchieri:** posamezniki, ki so izvajali menjalniška dela

**Banco:** klop

**Bank:** banka

**Banking Act:** bančni zakon  
**Bank - based economies:** bančna gospodarstva  
**Banker's acceptance:** bančni menični akcept  
**Bank holding company structure:** ameriški bančni univerzalizem  
**Bank subsidiary structure:** angleški bančni univerzalizem  
**Banque:** banka  
**Banque d'affaires:** investicijska banka  
**Banque de depots:** komercialna banka  
**Bond mutual funds:** obvezniški/dolžniški vzajemni sklad  
**Borrowers:** izposojevalci  
**Broker:** borzni posrednik  
**Capital market:** trg kapitala  
**Certificat of deposit (CD):** potrdilo o vlogi  
**Checkable deposits:** bančne vloge  
**Closed end funds:** zaprti investicijski skladi  
**Commercial banks:** komercialne banke  
**Commercial paper:** komercialni papirji  
**Conduit financial intermediaries:** investicijski finančni posredniki  
**Conflict of interest:** nasprotje interesov  
**Consumer and bank commercial loans:** bančna in potrošna komercialna posojila  
**Contractual financial intermediaries:** pogodbeni finančni posredniki  
**Contractual savings institutions:** pogodbene hranilnice  
**Corporate bonds:** obveznice podjetij  
**Corporate bonds funds:** skladi podjetniških obveznic  
**Credit allocation:** alokacija posojil  
**Credit unions:** kreditne zadruge  
**Dealer:** agent, borzni trgovec  
**Debt market:** trg dolžniških vrednostnih papirjev  
**Debt securities:** dolžniški vrednostni papirji  
**Default risk:** tveganje, da obveznost ne bo poravnana  
**Deferred payments:** razmejena plačila  
**Defined benefit plan:** pokojninski načrt z vnaprej določenimi pravicami  
**Defined contribution plan:** pokojninski načrt z vnaprej določenimi prispevki  
**Denomination intermediation:** deljivost naložb  
**Depositors:** depozitarji ali deponenti  
**Depository institutions:** depozitni finančni posredniki  
**Derivate market:** izvedeni trg  
**Direct finance:** direktne finance  
**Distribution 12b - 1 fee:** distribucijska 12b-1 provizija

**Diversification:** razpršitev  
**Division of Investment Management:** Oddelek za Investicijsko upravljanje  
**Domestic:** domač  
**E-banking:** internetno bančno poslovanje  
**Equity market:** trg lastniških vrednostnih papirjev  
**Equity mutual funds:** delniški/lastniški vzajemni sklad  
**Equity securities:** lastniški vrednostni papirji  
**Eurodollars:** evrodolarski depoziti  
**Exchange:** borza  
**Exchange fee:** menjalna provizija  
**Expense ratio:** koeficient stroškov  
**Federal funds:** državna sredstva  
**Financial assets:** finančna sredstva  
**Financial companies:** finančna podjetja  
**Financial institution:** finančna institucija  
**Financial instruments:** finančni instrumenti  
**Financial intermediary:** finančni posrednik  
**Financial market:** finančni trg  
**Financial panic:** finančna panika  
**Financial sistem:** finančni sistem  
**Finanzierungsinstitute:** finančna institucija  
**Finanzinstitute:** finančna institucija  
**Finanzintermediare:** finančni posrednik  
**Finanzmarkte:** finančni trg  
**Finanzunternehmen:** finančna institucija  
**Fire and casualty insurance company:** odškodninska in požarna zavarovalnica  
**Flexible portfolio funds:** skladi fleksibilnega portfelja  
**Front end load:** vstopna provizija  
**Fully integrated universal bank:** popolno integrirana univerzalna banka  
**Funds:** skladi  
**Geldmarkt:** denarni trg  
**Geldpolitik:** denarna politika  
**General insurance companies:** splošne zavarovalnice  
**Geschlossene Fonds:** zaprti investicijski skladi  
**Government bond funds:** skladi državnih obveznic  
**Government retirement fund:** državni pokojninski sklad  
**Government agency securities:** vrednostni papirji vladnih agencij  
**Government securities:** državni vrednostni papirji

**Government taxable money market funds:** obdavčeni skladi državnih vrednostnih papirjev

**Growth funds:** skladi kapitalske rasti

**Hauseholds:** gospodinjstvo

**High yield bond funds:** skladi visokodonosnih obveznic

**Hybrid mutual funds:** mešani vzajemni skladi

**Income mixed funds:** mešani skladi dohodka

**Indirect finance:** indirektne finance

**Information service:** funkcija/storitev zniževanja informacijskih stroškov

**Initial buyer:** osnovni kupec

**Institutional investors:** institucionalni investitorji

**Insurance companies:** zavarovalnice

**Intergenerational welth transfer:** medgeneracijsko posredništvo

**Intermediaries financiers:** finančni posredniki

**International market:** mednarodni trg

**Investment bank:** investicijska banka

**Investment company, fund:** investicijski sklad/podjetje

**Investment grade:** investicijski ranting

**Investment intermediaries:** investicijski posredniki

**Investemnt institutions:** investicijski finančni posredniki

**Investment trust:** zaprt investicijski sklad

**Investment-type financial intermediaries:** investicijski finančni posredniki

**Junk bonds:** visoko tvegane obveznice

**Kapitalanlagengesellschaft:** investicijski sklad/podjetje

**Les marches financiers:** finančni trg

**L'economie de marche financiers:** finančno gospodarstvo

**L'economie de marche:** tržno gospodarstvo

**Life insurance companies:** življenjske zavarovalnice

**Liquidations:** likvidacije

**Liquidity costs:** likvidnostni stroški

**Liquidity services:** likvidnostna funkcija/storitev

**Load funds:** skladi s provizijo

**Low load funds:** skladi z nizkimi provizijami

**Long term funds:** dolgoročni skladi

**Management fee:** upravljaljska provizija

**Marche monetaire:** denarni trg

**Market and banking economies:** tržna in bančna gospodarstva

**Market-based economies:** tržna gospodarstva

**Maturity intermediation:** posredništvo pri zapadlosti

**Medium of exchange:** sredstvo menjave  
**Mercato di denaro:** denarni trg  
**Merchant bank:** investicijska banka  
**Mergers:** združitve  
**Monetary policy:** denarna politika  
**Money market:** denarni trg  
**Money market deposit account (MMDA):** depozitni račun denarnega trga  
**Money market mutual funds:** vzajemni skladi denarnega trga  
**Monitoring:** nadzor  
**Monitoring costs:** stroški nadzora  
**Moral hazard:** moralno tveganje  
**Mortgages:** hipoteke  
**Mutual funds:** vzajemni skladi  
**Mutual savings banks:** vzajemne hranilnice  
**National municipal bond funds:** skladi nacionalnih občinskih obveznic  
**National tax-exempt funds:** nacionalno neobdavčeni skladi  
**Negotiable orders of withdrawal (NOWs):** dogovorni nalogi o dvigu  
**Negotiated market:** dogovorni ali osebni trg  
**Net assets value (NAV):** neto vrednost premoženja  
**No load funds:** skladi brez provizije  
**Nondepository institutions:** nedepozitni finančni posredniki  
**Nonfinancial business:** nefinančna podjetja  
**Nongovernment taxable money market funds:** skladi kratkoročnih neobdavčnih vrednostih papirjev  
**Offene Fonds:** vzajemni sklad  
**Open end funds:** vzajemni skladi  
**Open market:** odprti trg  
**Other services:** ostale storitve  
**Over the counter market (OTC):** neorganiziran trg – prek okenc  
**Partially integrated financial conglomerate:** delna integracija ali nemški bančni univerzalizem  
**Payment services:** plačilni promet  
**Pension funds:** pokojninski sklad  
**Pension plan:** pokojninski načrt  
**Politique monétaire:** denarna politika  
**Portfolio:** premoženje (portfelj)  
**Price risk:** tveganje spremembe cene oziroma vrednosti  
**Price risk reduction service:** funkcija/storitev zniževanja cenovnega tveganja  
**Primary market:** primarni trg

**Property casualty companies:** nezgodne in premoženjske zavarovalnice  
**Redemption fee:** odkupna provizija  
**Repurchase agreements (REPOS):** reodkupni sporazum  
**Residual claim:** residualna terjatev  
**Retained earnings:** zadržani čisti dobički  
**Risky assets:** tvegana sredstva  
**Sales charge:** prodajna provizija  
**Savings banks:** hranilnice  
**Savings deposits:** hranilne vloge  
**Secondary market:** sekundarni trg  
**Shareholders fees:** provizije  
**Short term funds:** kratkoročni skladi  
**Societe d'investissements:** investicijski sklad/podjetje  
**Societe d'investissements a capital variable:** vzajemni sklad  
**Societe d'investissements a capital fixe:** zaprti investicijski sklad  
**Souples:** gibčnost  
**Spot market:** promptni trg  
**Spread:** provizija  
**State and local government bonds:** državne in lokalne obveznice  
**State municipal bond funds:** skladi občinskih obveznic ene države  
**State tax-exempt funds:** državno neobdavčeni skladi  
**Stocks:** delnice  
**Strategic income funds:** strateško dohodkovni skladi  
**Tax-exempt:** oproščen plačila davkov  
**The Investment Advisers Act of 1940:** Zakon o investicijskih svetovalcih  
**The Investment Company Act of 1940:** Zakon o investicijskih skladih  
**The Securities Exchange Act of 1934:** Zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji  
**The Securities Act of 1933:** Zakon o vrednostnih papirjih  
**The U.S. Securities and Exchange Commission (SEC):** Komisija za trg vrednostnih papirjev  
**Time deposits:** vezane vloge  
**Time intermediation:** časovno posredništvo  
**Total return funds:** skladi skupne donosnosti  
**Transaction costs:** transakcijski stroški  
**Transaction cost service:** funkcija/storitev zniževanja transakcijskih stroškov  
**Transmission of monetary policy:** transmisija (prenos denarne politike od centralne banke do gospodarstva)  
**Treasury bills:** zakladne menice  
**Treasury bonds:** zakladne obveznice

**Treasury notes:** zakladni zapisi  
**Trust:** investicijski sklad/podjetje  
**Underwriting:** prevzem prodaje vrednostnih papirjev  
**Unit trust:** vzajemni sklad (v Veliki Britaniji)  
**Unit investments trusts:** posebni investicijski skladi  
**Universal banking:** bančni univerzalizem  
**World bond funds:** svetovni obvezniški skladi  
**World funds:** svetovni skladi