

Univerza v Ljubljani

Ekonomska Fakulteta

MAGISTRSKO DELO

Priložnosti na trgu vzajemnih skladov v državah Jugovzhodne in Vzhodne Evrope

Ljubljana, november 2006

Tim Umberger

IZJAVA

Študent Tim Umberger zagotavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Dušana Mramorja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 22.11.2006

Podpis

KAZALO

1	UVOD	1
2	INVESTICIJSKI SKLADI	4
2.1	VZAJEMNI SKLADI	4
2.2	ZGODOVINA RAZVOJA VZAJEMNIH SKLADOV IN TRENUTNO STANJE	6
3	DEJAVNIKI RAZVOJA VZAJEMNIH SKLADOV	10
3.1	SPLOŠNI DEJAVNIKI	11
3.2	DEJAVNIKI KAPITALSKIH TRGOV	17
3.3	MAKROEKONOMSKI DEJAVNIKI	18
3.4	DEJAVNIKI USTANAVLJANJA NOVIH VZAJEMNIH SKLADOV	20
3.5	POVZETEK NAJPOMEMBNEJŠIH DEJAVNIKOV RAZVOJA VZAJEMNIH SKLADOV	21
4	RAZVOJ TRGA VZAJEMNIH SKLADOV V EU 8	22
4.1	SPREMENLJIVKE IN MODELI	22
4.1.1	<i>Spremenljivke</i>	22
4.1.2	<i>Modeli</i>	28
4.2	PODATKI	29
4.3	REZULTATI	29
4.3.1	<i>Modeli brez »nepravih« spremenljivk</i>	29
4.3.2	<i>Modeli z »nepravimi« spremenljivkami</i>	32
4.3.3	<i>Povzetek rezultatov in izbira napovednega modela</i>	34
5	OPIS STANJA V DRŽAVAH JVE IN SND	35
5.1	NAPREDEK PRI TRANZICIJI	36
5.2	MAKROEKONOMSKI POLOŽAJ	38
5.3	RAZVITOST KAPITALSKIH TRGOV	40
5.4	RAZVITOST VZAJEMNIH SKLADOV	41

5.4.1	<i>Pregled trga vzajemnih skladov po državah</i>	42
6	NAPOVED NETO VREDNOSTI SREDSTEV VZAJEMNIH SKLADOV V DRŽAVAH JVE IN SND	53
6.1	NAPOVED BDP IN OBRETNOSTNIH MER	53
6.2	OCENA NETO VREDNOSTI SREDSTEV VZAJEMNIH SKLADOV V OBRAVNAVANIH DRŽAVAH V OBDOBJU 2006 - 2015	56
7	PRILOŽNOSTI NA TRGU VZAJEMNIH SKLADOV V OBRAVNAVANIH DRŽAVAH	58
8	SKLEP	70
9	LITERATURA IN VIRI	73
9.1	LITERATURA	73
9.2	VIRI	76
10	PRILOGE – SPSS IZPISI	1
10.1	PRILOGA A – MODELI BREZ NEPRAVIH SPREMENLJIVK	1
10.2	PRILOGA B – MODELI Z NEPRAVIMI SPREMENLJIVKAMI	11
11	SLOVAR PREVODOV TUJIH IZRAZOV	1

1 Uvod

Cilj magistrskega dela je proučiti trenutno delovanje trga in razvoj vzajemnih skladov na Hrvaškem, v Bosni in Hercegovini, Srbiji, Makedoniji, Romuniji, Bolgariji (v nadaljevanju države JVE) in v Rusiji, Ukrajini, Kazahstanu in Moldaviji (v nadaljevanju države SND). Gospodarstva teh držav sodijo v skupino t.i. razvijajočih se gospodarstev, za katere je značilna visoka gospodarska rast. Vendar pa so finančni sektorji teh gospodarstev zaenkrat na relativno nizki stopnji razvoja, kar predstavlja številne priložnosti za posameznike in podjetja, ki delujejo na teh trgih.

Tudi kapitalski trgi omenjenih držav veljajo za relativno slabo razvite. Za vse kapitalske trge v obravnavanih državah z izjemo Zagrebške borze je značilno, da niso niti šibko učinkoviti, kar pomeni, da lahko vlagatelji na podlagi javnih informacij z ustreznim znanjem sistematično dosegajo nadpovprečne donose. Vendar pa sta za kapitalske trge obravnavanih držav sočasno značilna slab dostop do informacij in visoki transakcijski stroški. Zato je za posamezne vlagatelje neposredno vlaganje na te trge pogosto prezahtevno in predrago. Tako je to predvsem priložnost za finančne posrednike, med katere sodijo tudi vzajemni skladi. Slednji si lahko zaradi večjega obsega naložb zagotovijo boljši dostop do različnih podatkov (npr. o poslovnih rezultatih, lastniški strukturi podjetij), iz katerih lahko izluščijo ustrezne informacije, ki jim omogočajo dosegati nadpovprečne donose. Poleg tega vzajemni skladi upravljajo večji obseg sredstev, kar jim omogoča znižati tudi transakcijske stroške (Mramor et al., 2006, str. 56).

Vzajemni skladi so v zadnjih dveh desetletjih dosegli izjemen razvoj. To velja za razvite države, v preteklih petih letih pa so se jim pridružile tudi tranzicijske države, ki so že postale članice EU: Slovenija, Madžarska, Češka, Slovaška, Poljska, Litva, Latvija in Estonija (v nadaljevanju EU 8). Tako je v Sloveniji neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca od konca leta 2000 do leta 2005 narasla s 26 na 687 evrov, na Slovaškem pa z 21 na 596 evrov. Čeprav je doseženo stanje v letu 2005 še vedno majhno v primerjavi z razvitimi državami, pa je rast izjemna. Sedanje stanje sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v državah JVE in SND, ki je z izjemo Hrvaške zanemarljivo (npr. Bolgarija 6 evrov, Rusija 14 evrov) ali pa vzajemni skladi sploh ne obstajajo (Bosna in Hercegovina, Srbija, Moldavija, Makedonija), kaže na velike priložnosti na trgih vzajemnih skladov v teh državah, saj lahko v prihodnosti predpostavimo podobno hitro rast, kot je bila v EU 8 (Mramor et al., 2006, str. 56).

Ob opisanih razlikah se poraja ključno vprašanje, in sicer kateri dejavniki vplivajo na obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov. Kljub vse večji vlogi vzajemnih skladov se je s

tem vprašanju ukvarjalo presenetljivo majhno število avtorjev. V eni od raziskav avtorji navajajo, da med pomembnejše dejavnike sodijo pravna ureditev delovanja vzajemnih skladov posamezne države, dohodek prebivalstva, stroški ustanovitve vzajemnega sklada in starost panoge vzajemnih skladov (Khorana et al., 2004, str. 23-25). Na razvoj vzajemnih skladov lahko vpliva tudi razvitost kapitalskega trga, merjena s tržno kapitalizacijo v BDP in pa z obsegom trgovanja (Fernando et al., 2003, str.1). Med makroekonomskimi spremenljivkami pa so za razvoj vzajemnih skladov lahko pomembne obrestne mere, količina denarja v obtoku in inflacija (Ray et al., 2004, str. 9).

Vzajemni skladi sodijo med najhitreje rastoče panoge v finančni industriji. Jasno je, da so v nekaterih državah večji (po obsegu neto vrednosti sredstev) in bolj razviti kot v drugih. Prav tako je v nekaterih državah konkurenca že zelo močna, v nekaterih pa je trg vzajemnih skladov še v samih začetkih nastajanja. Glavni namen magistrskega dela je oceniti, ali na trgih držav JVE in SND obstajajo priložnosti za slovenska podjetja, ki se ukvarjajo z upravljanjem vzajemnih skladov. Da bi lahko govorili o priložnostih, pa morata biti izpolnjena dva ključna kriterija: sam trg mora imeti določen potencial za rast; obstajati mora kritična raven pravne zaščite tako investitorjev v vzajemne sklade, kot tudi samih družb za upravljanje (v nadaljevanju DZU), saj brez tega delovanje vzajemnih skladov ni možno. Ob tem pa so zelo pomembni tudi stroški ustanovitve samih skladov oziroma DZU in trenutna raven konkurence na trgu vzajemnih skladov v določeni državi.

Izhodiščna hipoteza je, da določene priložnosti na teh trgih zagotovo obstajajo. Sama panoga je v teh državah relativno mlada, medtem ko je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v primerjavi z bolj razvitimi državami zelo nizka. Lahko pričakujemo, da se bodo ključni elementi, ki naj bi vplivali na razvoj vzajemnih skladov, gibali v smeri, ki bo pozitivno vplivala na obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Dohodek na prebivalca bo v teh državah rasel relativno hitro, saj so pričakovane realne stopnje rasti BDP bistveno višje kot v razvitih državah. Obrestne mere na bančne depozite se že nekaj let znižujejo. V večini držav so že sprejeli zakonsko podlago za delovanje vzajemnih skladov, kapitalski trgi v teh državah pa so vse bolj razviti. V nalogi se bo skušalo oceniti gibanje neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v obdobju 2006 - 2015 in iz tega izluščiti, v katero smer bo šel nadaljnji razvoj vzajemnih skladov v vsaki od obravnavanih držav. V sklopu tega se bo empirično preverjala vrsta hipotez o tem, katere spremenljivke lahko pojasnijo obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v državah EU 8. Ob priložnostih pa bodo v vsaki od držav izpostavljena tudi glavna tveganja za delovanje vzajemnih skladov.

Kot metoda proučevanja je uporabljena kombinacija teoretičnega pristopa, temelječega na interakciji deduktivnega in induktivnega načina sklepanja, in empiričnega pristopa. V

teoretičnem delu so vsebinsko logično opisana spoznanja, do katerih so že prišli različni avtorji, ki so se ukvarjali s problematiko razvoja vzajemnih skladov. V empiričnem delu pa sem skušal z metodo multivariatne analize z uravnoteženimi in neuravnoteženimi paneli na vzorcu testnih držav EU 8 poiskati tiste dejavnike, ki statistično značilno vplivajo na obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca in nato spoznanja uporabiti pri napovedi razvoja vzajemnih skladov v proučevanih državah. Izbor testnih držav je bil pogojen s spoznanjem, da so te države v določenem smislu prehodile pot, po kateri bodo stopile tudi države, ki so predmet našega zanimanja. Ključna omejitev pri nalogi je vsekakor obseg razpoložljivih podatkov in sama kvaliteta podatkov.

Magistrsko delo ima devet poglavij. Uvodu sledil poglavje, v katerem je podana opredelitev in osnovne značilnosti vzajemnih skladov, ki so ključne za razumevanje celotnega magistrskega dela (kaj so vzajemni skladi, različne vrste vzajemnih skladov itd.). V podpoglavju so navedeni tudi glavni trendi v razvoju vzajemnih skladov na svetovni ravni (gibanje sredstev v vzajemnih skladih, razlike med razvitimi in manj razvitimi državami itd.) in v državah EU 15 in EU 8. Tretje poglavje podaja pogled v obstoječo literaturo, ki se ukvarja z dejavniki, ki vplivajo na velikost neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov. Pri tem je podana logična podlaga za vključitev različnih dejavnikov v raziskave, ki temelji na obstoječi ekonomski teoriji. Kot primer lahko navedem vpliv obrestnih mer, ki so negativno povezane z neto vrednostjo sredstev vzajemnih skladov zaradi dveh razlogov: nižje kot so, večja je vzpodbuda za investitorje, da selijo finančna sredstva v alternativne oblike, kot so vzajemni skladi; nižje obrestne mere pomenijo nižji strošek kapitala za podjetja, kar povečuje dobičke podjetij, rast cen delnic in s tem neto vrednost sredstev vzajemnih skladov. Seveda so v tem poglavju prikazani tudi empirični rezultati dosedanjih študij. V četrtem poglavju se s pomočjo statističnih metod preverja, kateri dejavniki so vplivali oziroma pojasnjujejo obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v državah EU 8. S tem sem na eni strani pripomogel k boljšemu razumevanju dejavnikov, ki lahko vplivajo na razvoj vzajemnih skladov, hkrati pa sem ob predpostavki, da so te države zaradi določenih značilnosti (geografska bližina, tranzicija gospodarstev, vstop v EU) dober »bench-mark« za države, v katerih skušam napovedati razvoj vzajemnih skladov, lahko izluščil tiste dejavnike, ki bodo ključni za razvoj vzajemnih skladov v proučevanih državah.

Peto poglavje je namenjeno prikazu trenutnega stanja v obravnavanih državah. Najprej so podane glavne makroekonomske značilnosti, ki jim sledi prikaz razvitosti kapitalskih trgov. Nato je opisano stanje na trgu vzajemnih skladov v proučevanih državah. Ključni elementi prikaza stanja so višina neto vrednosti sredstev v vzajemnih skladih (absolutna in na prebivalca), število delujočih vzajemnih skladov, konkurenca na trgu in pravna ureditev trga vzajemnih skladov oziroma zakonodaja. Šesto poglavje je vsebinsko razdeljeno v dva sklopa. V prvem se bo skušalo napovedati kategorije, za katere se je v empiričnem delu oziroma

obstoječi literaturi izkazalo, da so pomembne za razvoj vzajemnih skladov (BDP na prebivalca, obrestne mere). Drugi del pa obsega aplikacijo teh kategorij na obstoječe stanje. Cilj tega dela je napovedati, kako se bo gibal neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v proučevanih državah v obdobju 2006 – 2015. V sedmem poglavju se skuša oceniti, kje dejansko so priložnosti na trgu vzajemnih skladov. Zagotovo so priložnosti večje v državah, kjer je pričakovana rast neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca večja, seveda pa na priložnosti pomembno vplivajo stroški ustanovitve vzajemnih skladov in obstoječa konkurenca. Zato se bo pri oceni skušalo upoštevati širši skupek dejavnikov in na podlagi tega oceniti, ali je vstop slovenskih DZU na trg vzajemnih skladov v določeni državi smiseln ali ne. V osmem poglavju so podane sklepne ugotovitve. Deveto poglavje je namenjeno prikazu uporabljenih literature in virov.

2 Investicijski skladi

DZU je posebna finančna institucija, ki vodi (upravlja) ali ustanavlja sklade, ki so ločeni od njenega premoženja (Ribnikar, 1999, str. 218). Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo denarna sredstva z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev ali investicijskih kuponov ter zbrana sredstva vlagajo v različne vrste naložb, ki tvorijo premoženje sklada. Namenjeni so malim in institucionalnim investitorjem, ki zaradi pomanjkanja znanja, informacij, časa ali denarja ne želijo sami investirati v vrednostne papirje, ampak to prepuščajo strokovnjakom (Prohaska, 1999, str.7). Ko investitor kupi določeno število delnic ali enot investicijskega sklada, postane posredno lastnik sorazmernega deleža vsega premoženja, ki ga ima sklad v lasti.

Obstaja veliko možnih delitev investicijskih skladov. Ena od njih je delitev glede na možnost oziroma način, na katerega investitor unovči svojo naložbo v sklad. Po tej delitvi se investicijski skladi delijo na zaprte investicijske sklade oziroma investicijske družbe in odprte investicijske sklade oziroma vzajemne sklade. Z delnicami investicijskih družb (zaprtih investicijskih skladov) se trguje na sekundarnem trgu kapitala. Investitor torej lahko svoj vložek unovči s prodajo delnic investicijske družbe na borzi.

2.1 Vzajemni skladi

V magistrskem delu so obravnavani odprti investicijski skladi – vzajemni skladi. Vzajemni sklad ni ne fizična ne pravna oseba, pač pa združeno premoženje vlagateljev, ki ga upravlja DZU. Ime »odprti investicijski sklad« izhaja iz dejstva, da obseg izdanih delnic oziroma investicijskih kuponov ni omejen in se jih v vsakem trenutku izda toliko, kolikor je po njih

povpraševanja. Investicijski kupon vzajemnega sklada je neprenosljiv imenski vrednostni papir, kar pomeni, da se z njim ne trguje na borzi, ampak jih izdaja in odkupuje DZU, ki mora v vsakem trenutku od vlagatelja, ki to zahteva, odkupiti investicijske kupone po neto vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada. Slednja se izračuna kot razlika med celotno vrednostjo sredstev sklada in vsemi obveznostmi sklada, izražena na investicijski kupon oziroma enoto premoženja (Dimovski, 1995, str. 106).

Vzajemni sklad je oblikovan kot premoženje, ki je ločeno od premoženja DZU in je v lasti imetnikov kuponov vzajemnega sklada. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote, ki se imenujejo točke vzajemnega sklada ali investicijski kuponi. Vrednost enote premoženja se izračunava vsak dan. Zaradi možnosti poljubnih nakupov in prodaj točk vzajemnega sklada se velikost premoženja dnevno spreminja. Ko investitorji vlagajo svež kapital, upravljavci kupujejo vrednostne papirje, kadar zahtevajo izplačilo točk, pa upravljavci prodajajo vrednostne papirje in na ta način zagotovijo potrebna likvidna sredstva. Zato je ponavadi premoženje vzajemnih skladov sestavljeno iz vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzah in za katere je poznan tečaj. Seveda pa je premoženje vzajemnega sklada pogojeno z investicijsko politiko, zakonodajo in pravili upravljanja vzajemnega sklada (Lubej, 2002, str. 31).

Vzajemni skladi zbirajo kapital, pri čemer so nekakšna alternativa varčevanju v bankah in vsem ostalim oblikam varčevanja. Investitorjem prinašajo vrsto koristi v primerjavi s klasičnim investiranjem v vrednostne papirje. Glavne prednosti vzajemnih skladov so (Bodie et al, 2004, str. 129):

- razpršenost finančnega premoženja: vzajemni skladi investirajo sredstva v veliko število vrednostnih papirjev (v povprečju okoli 50), kar malim investorjem zaradi pomanjkanja sredstev ni dostopno. Poleg tega se s tem zmanjšuje tveganost naložbe v vzajemni sklad;
- strokovno upravljanje s premoženjem: vzajemne sklade praviloma upravljajo za to izšolani strokovnjaki;
- likvidnost: investitor ima v vsakem trenutku možnost prodaje oziroma nakupa investicijskega kupona;
- enostavnost in udobnost: investitorju ni potrebno oddajati naročil za nakupe vrednostnih papirjev, dnevno spremljati tečaje delnic itd.

Seveda pa imajo vzajemni skladi tudi določene slabosti (Rugg, 1986, str. 116):

- relativno visoki stroški (vstopne, upravljaljske in izstopne provizije);

- nevarnost izgube nadzora nad doseganjem kapitalskih dobičkov;
- nezmožnost odločanja investitorja;
- (pre)veliko število vzajemnih skladov, kar otežuje izbiro vzajemnega sklada.

Vsak vzajemni sklad vodi lastno naložbeno politiko, s katero se skuša približati določeni skupini obstoječih ali potencialnih investitorjev. Naložbena politika pravzaprav opredeljuje, v katere vrste naložb bo sklad vlagal svoje premoženje, s čemer je posredno opredeljeno tudi tveganje naložbe v posamezen vzajemni sklad. Dandanes obstaja cela množica vzajemnih skladov, ki omogočajo zadovoljitev potreb najrazličnejših investitorjev. Najbolj razširjena je delitev vzajemnih skladov glede na naložbeno politiko oziroma glede na prevladujočo vrsto naložb, ki jih imajo skladi v svojem premoženju. Po tej delitvi obstajajo štiri osnovne skupine vzajemnih skladov (Fredman, 1993, str. 23):

- delniški ali lastniški vzajemni skladi (ang. equity mutual funds);
- obvezniški ali dolžniški vzajemni skladi (ang. bond mutual funds);
- mešani vzajemni skladi (ang. hybrid mutual funds);
- vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev ali skladi denarnega trga (ang. money market funds).

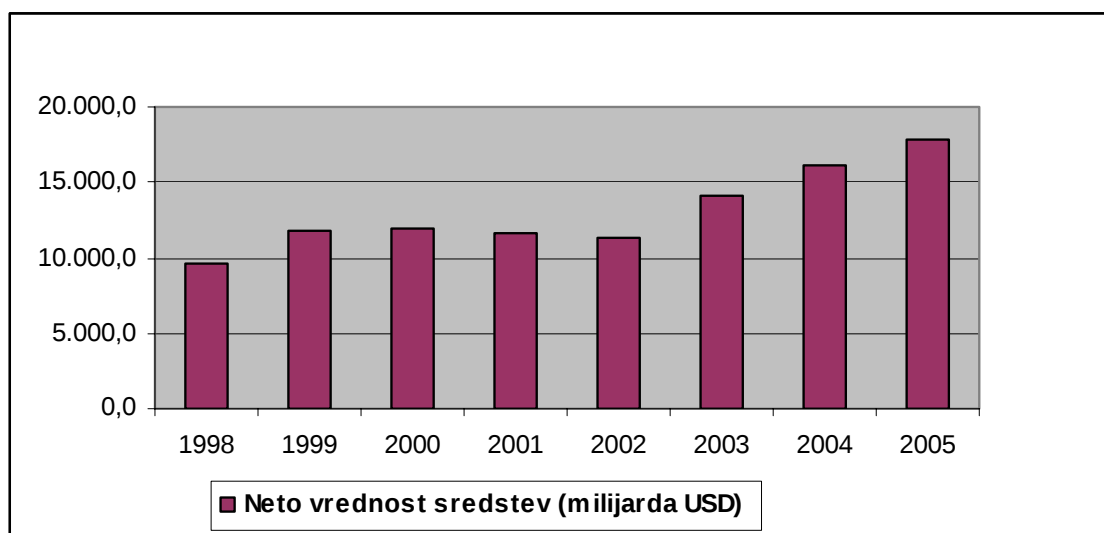
V zadnjem času so vse bolj priljubljeni t.i. indeksni skladi, ki s svojimi premoženji čim bolj posnemajo sestavo določenega borznega indeksa. Zgoraj omenjene skupine vzajemnih skladov je mogoče naprej deliti glede na ostale značilnosti: obdavčitev, sektor, regija, izdajatelj, provizija, agresivnost itd. (Massa, 2004).

2.2 Zgodovina razvoja vzajemnih skladov in trenutno stanje

Prvi zametki investicijskih skladov so se pojavili v 19. stoletju. Leta 1822 je nizozemski kralj William I. ustanovil prvo poznano investicijsko družbo. Kmalu zatem se je gonilo razvoja preselilo v Anglijo, kjer je bil leta 1868 ustanovljen »Foreign and Colonial Government Trust«, ki je bil precej podoben današnjim zaprtim investicijskim skladom. Prvi odprti investicijski sklad je bil ustanovljen leta 1920 v Bostonu, vendar so do velikega borznega zloma leta 1929 prevladovali zaprti investicijski skladi (Rouwenhorst, 2004, str. 5). Kasneje so začeli prevladovati odprti investicijski skladi. Danes je razmerje med zaprtimi in odprtimi investicijskimi skladi po obsegu sredstev v upravljanju približno 1:15 (Investment Company Institute Fact book, 2006, str. 40).

Pravemu razmahu vzajemnih skladov pa smo bili priča v zadnjih dveh desetletjih. Neto vrednost sredstev vzajemnih skladov je rasla z zavidljivimi stopnjami rasti, saj se je bistveno izboljšalo stanje na kapitalskih trgih, poleg tega pa so nastajali novi produkti in storitve, ki so sklade približali širšim množicam vlagateljev (Beck, 2006, str. 31) . Tako je v ZDA, najrazvitejšem finančnem trgu na svetu, neto vrednost sredstev v upravljanju vzajemnih skladov leta 1980 znašala 135 milijard USD, leta 1990 1.065 milijard USD, leta 2000 6.965 milijard USD, leta 2005 pa kar 8.905 milijard USD, kar je skoraj 30.000 USD na prebivalca (Investment Company Institute Fact book, 2006, str. 110). Pri tem velja poudariti, da podatki o neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v ZDA vključujejo tudi sredstva, ki se v vzajemnih skladih zbirajo na podlagi pokojninskih planov. Le-teh je bilo konec leta 2005 3.400 milijard USD, kar je predstavljalo 24% celotnega pokojninskega trga. Vse večje povpraševanje po delniških, obvezniških in mešanih vzajemnih skladih odraža želje investorjev po doseganju dolgoročnih finančnih ciljev (Sirri et al., 1992a), vzajemni skladi denarnega trga pa predstavljajo neposredno alternativo držanju denarja s svojo likvidnostjo in konkurenčno donosnostjo (Kauko, 2005, str. 7). Seveda pa je povpraševanje po vzajemnih skladih odvisno tudi od ostalih dejavnikov makroekonomskega in finančnega okolja, kar bo podrobneje obravnavano v tretjem poglavju.

Slika 1: Svetovno gibanje neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v letih 1998-2005



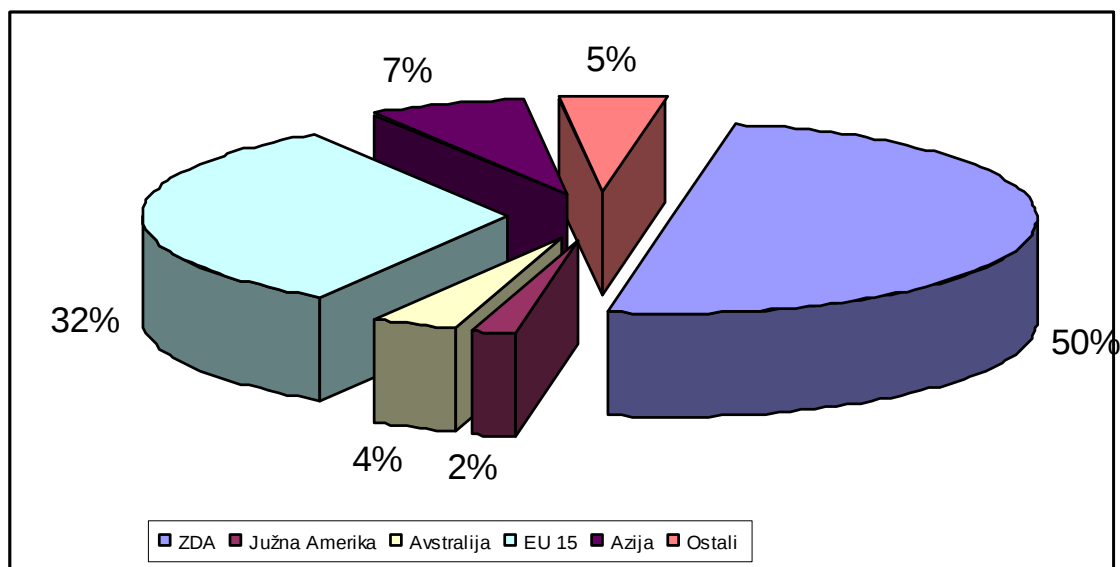
Vir: ICI Fact book, 2006

Neto vrednost sredstev vzajemnih skladov v svetovnem merilu se od leta 2002 naprej hitro povečuje. Razlog za upad neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov med letoma 2000 in 2002 je bil pok borznega balona na ameriških tehnoloških borzah, ki so mu v nekoliko manjši meri sledile tudi ostale svetovne borze. To je močno znižalo tečaje delnic v premoženjih vzajemnih

skladov, poleg tega pa iz različnih trgov odgnalo precejšnje število vlagateljev (Borenzstein et al., 2001, str. 4). Vendar so si trgi kmalu opomogli, vlagatelji so začutili priložnosti na razvijajočih se trgih¹ (ang. emerging markets), vse to pa je dalo nov zagon tudi vzajemnim skladom, ki so bili najprimernejši posrednik za vlaganje na te trge (Disyatat et al., 2001, str. 2).

Tako so je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov med letoma 2002 in 2005 povečala kar za 60%, iz 11.324 milijarde USD na 17.771² milijarde USD, upravljalo pa jih je kar 56.863 vzajemnih skladov (Investment Company Institute Fact book, 2006, str. 113). Seveda pa so sredstva vzajemnih skladov zelo neenakomerno porazdeljena, kar prikazuje naslednja slika.

Slika 2: Porazdelitev neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov med regijami v letu 2005



Vir: ICI Fact book, 2006

Največji in najrazvitejši trg vzajemnih skladov so še vedno ZDA, kjer je bilo leta 2005 zbranih kar 50% celotne svetovne neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov. Zanimivo je, da so ZDA največje tudi po številu vzajemnih skladov, a je njihov delež v številu vseh skladov bistveno

¹ Največ sredstev se je vlagalo v t.i. BRIC regijo – Brazilijo, Rusijo, Indijo in Kitajsko (Kaminsky et al., 2001, str. 3)

² Podatki o vzajemnih skladih v ZDA vključujejo tudi sredstva, ki se v vzajemnih skladih zbirajo na podlagi pokojninskih načrtov. Seveda pa je tovrstne vzajemne sklade potrebno ločiti od klasičnih pokojninskih skladov (Otten et al., 1998, str. 10).

manjši kot pri sredstvih, in sicer samo 14%. V ZDA je bilo konec leta 2005 tako registriranih 7.977 vzajemnih skladov. Druga država po številu registriranih vzajemnih skladov je Francija z 7.758 registriranimi vzajemnimi skladi, tretja pa Luksemburg, kjer je zaradi ugodne zakonodaje kljub majhnosti te države registriranih kar 7.222 vzajemnih skladov.

V državah EU 15 je zbranih 32% svetovne neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov, največ v Luksemburgu in Franciji. Če odmislimo Luksemburg in Irsko, ki sta se uveljavila kot »off-shore« središči, je med evropskimi državami v Franciji tudi največja neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca, ki znaša kar 22.480 evrov. Sledijo ji Danska (20.860), Avstrija (20.090) in Švedska (13.950). Neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca je v EU 15 v obdobju 2000 – 2005 rasla z 12% povprečno letno stopnjo rasti.

Tabela 1: Neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca in stopnje rasti v državah EU 8 v obdobju 2000 - 2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Slovenija						
Neto vrednost sredstev na prebivalca (€)	26	33	122	199	435	687
Rast (%)		26,9	269,7	63,1	118,6	57,9
Madžarska						
Neto vrednost sredstev na prebivalca (€)	212	266	378	353	418	544
Rast (%)		25,7	42,3	-6,6	18,2	30,3
Češka						
Neto vrednost sredstev na prebivalca (€)	208	184	318	323	335	443
Rast (%)		-11,5	72,9	1,4	3,7	32,3
Slovaška						
Neto vrednost sredstev na prebivalca (€)	21	34	69	172	326	596
Rast (%)		61,9	105,4	148,9	89,3	83,0
Poljska						
Neto vrednost sredstev na prebivalca (€)	46	86	155	198	254	480
Rast (%)		86,4	79,4	27,7	28,6	89,0
Estonija						
Neto vrednost sredstev na prebivalca (€)	68	141	195	290	387	613
Rast (%)		106,0	38,4	48,6	33,6	58,5
Latvija						
Neto vrednost sredstev na prebivalca (€)	4	5	9	18	23	47
Rast (%)		44,1	64,4	97,0	33,1	102,1
Litva						
Neto vrednost sredstev na prebivalca (€)	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	13	34
Rast (%)						161,5

Vir: Nacionalne borze in agencije za trge vrednostnih papirjev

V ostalih regijah so, z izjemo nekaterih držav, kot sta Japonska v Aziji ali Južnoafriška republika v Afriki, vzajemni skladi bistveno manj razviti (Ong et al., 2004). To seveda velja

tudi za države EU 8. Čeprav se vzajemni skladi v teh državah po obsegu neto vrednosti sredstev na prebivalca precej razlikujejo, so v vseh v primerjavi z ZDA ali EU 15 slabo razviti. Velja pa poudariti, da so v večini držav v obdobju 2000 – 2005 vzajemni skladi po obsegu neto vrednosti sredstev beležili zelo visoke stopnje rasti. Neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca je leta 2000 v državah EU 8 v povprečju znašala 73 evrov, leta 2005 pa 431 evrov. To pomeni, da se je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v državah EU 8 v obdobju 2000 – 2005 povečala za 490%, povprečna letna stopnja rasti pa je znašala 39%. Rast neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v EU 8 je bila torej v obdobju 2000 – 2005 preko trikrat hitrejša kot v državah EU 15. To pa je bil tudi eden glavnih motivov za analizo prihodnje rasti neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v državah, ki so predmet magistrskega dela.

3 Dejavniki razvoja vzajemnih skladov

V zadnjih dveh desetletjih smo bili priča izredni rasti finančnega posredništva, ki ga nudijo vzajemni skladi. Kljub temu, da so se vzajemni skladi hitro razvijali vsepovsod po svetu, so akademske študije vzajemnih skladov ostale geografsko osredotočene predvsem na ZDA, z nekaj izjemami študij nekaterih nacionalnih trgov vzajemnih skladov. Čeprav se je zanimanje akademikov za vzajemne sklade povečevalo skladno z vse večjo vlogo vzajemnih skladov v finančnih sistemih posameznih držav – v ZDA so bili vzajemni skladi že leta 1994 po velikosti sredstev v upravljanju med finančnimi posredniki na drugem mestu, malenkost za komercialnimi bankami in pred življenjskimi zavarovalnicami (Cornett et al., 2003, str.1) – so bile študije osredotočene predvsem na dejavnike, ki vplivajo na razvoj posameznih vrst vzajemnih skladov, analize donosnosti in tveganj in njihov pomen za neto pritoke denarja v vzajemne sklade (Goetzman et al., 2004, Zhao, 2003, Haslem, 2002, Sirri et al., 1993), davčne učinke (Cuny, 2003) itd., malo študij pa se je ukvarjalo z dejavniki, ki vplivajo na razvoj celotne panoge vzajemnih skladov v neki državi.

V enem prvih znanstvenih člankov o vzajemnih skladih (Ketchum et al., 1963) sta avtorja ugotovila, da:

- obstaja pozitivna povezava med velikostjo neto pritokov denarja³ v določen vzajemni sklad in višino vstopne provizije,

³ Neto pritok denarja v vzajemni sklad je razlika med denarnimi pritoki in odtoki vzajemnega sklada v določenem letu ali časovnem obdobju

- obstaja šibka povezava med nadpovprečno donosnostjo določenega vzajemnega sklada v določenem letu in nadpovprečnimi neto pritoki v ta vzajemni sklad v naslednjem letu, in
- ni nobenega dokaza, da bi vzajemni skladi z višjimi vstopnimi in/ali upravljavskimi provizijami dosegali nadpovprečne donosnosti v primerjavi z ostalimi vzajemnimi skladi.

Vprašanje, zakaj aktivno upravljani vzajemni skladi rastejo tako hitro (po neto vrednosti sredstev v upravljanju), čeprav je njihova donosnost v povprečju nižja od indeksnih skladov, je eno najbolj zanimivih vprašanj v finančni teoriji. Odgovor je ponudil Gruber (1996). Prihodnjo uspešnost vzajemnih skladov je mogoče do določene mere napovedovati z preteklo uspešnostjo. Ker se vzajemni skladi kupujejo in prodajajo po neto sedanji vrednosti, cena, po kateri je možno kupiti investicijske kupone, ne odraža nadpovprečno uspešnih upraviteljev določenih vzajemnih skladov. Nekateri dobro poučeni vlagatelji se tega očitno zavedajo, in tako lahko z svežimi pritoki denarja dosegajo za tveganje popravljene donosnosti, ki so višje od povprečnih donosnosti tako odprtih kot zaprtih investicijskih skladov. To seveda odpira novo vprašanje, in sicer zakaj denar ostaja v vzajemnih skladih, za katere se predvideva, da bodo v prihodnosti imeli skromne rezultate, in jih nato tudi dejansko imajo. Gruberjev odgovor je, da obstajata dve skupini vlagateljev, dobro poučeni vlagatelji in drugi vlagatelji, ki vlagajo denar v določene vzajemne sklade predvsem na podlagi oglaševanj. Drugi razlog, da dobro poučeni vlagatelji ne morejo eliminirati slabših skladov pa je, da se jih ne da prodajati na kratko.⁴

3.1 Splošni dejavniki

Najobširnejšo študijo o dejavnikih, ki vplivajo na razvoj vzajemnih skladov v določeni državi, so izvedli Khorana, Servaes in Tufano (2004). Avtorji so na vzorcu 56 držav s testiranjem različnih hipotez preučevali, kateri dejavniki pojasnjujejo, da so se vzajemni skladi kot posredniki, preko katerih je moč investirati na kapitalskih trgih, v nekaterih državah razvili hitreje in v večjem obsegu kot v drugih. Tako so analizirali razlike v velikosti vzajemnih skladov med državami v letu 2001, pa tudi rast panoge v vsaki od držav v obdobju 1996-2001. V tem obdobju se je v preučevanih državah kazalec neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov glede na BDP v povprečju povečal za 7,9 odstotnih točk, kar je dokaz za izjemno rast finančnega posredništva, ki ga nudijo vzajemni skladi. Zanimivo je, da je bila konec leta 2001

⁴ Prodaja na kratko (short sale) pomeni prodajo izposojenega finančnega instrumenta. Vlagatelj, ki pričakuje, da bo cena finančnega instrumenta v prihodnosti nižja, si instrument »sposodi«, ga proda, ob padcu cene pa kupi na organiziranem trgu in vrne.

na svetovni ravni velikost delniških skladov le za malenkost večja od obvezniških. Sredstva prvih so znašala 5.925 milijard USD, sredstva drugih pa 5.415 milijard USD.

Vzajemni skladi so v nekaterih državah bolj razviti, večji po obsegu neto vrednosti sredstev (absolutno in relativno glede na BDP) in hitreje rastoči kot v drugih. Da bi pojasnili te razlike, so avtorji opredelili štiri sklope spremenljivk, ki bi glede na ekonomsko teorijo ali intuitivno lahko vplivale na obseg in rast neto vrednosti sredstev, ki jih upravljajo vzajemni skladi: pravna ureditev; dejavniki na strani ponudbe; dejavniki na strani povpraševanja; in značilnosti trgovanja.

Pravna ureditev je nadalje razdeljena na tri vrste dejavnikov, ki bi potencialno lahko vplivali na velikost vzajemnih skladov:

- Učinkovitost pravnega sistema: obstaja veliko literature (npr. La Porta et al, 1999), v kateri je dokumentirano, kako razlike v pravnih in regulatornih pravilih vplivajo na razvoj finančnih sistemov. Učinkovitost pravnega sistema je pomembna za uveljavljanje pogodb, prav tako pa je odraz splošnega odnosa vlade do gospodarstva. Avtorji menijo, da bodo posamezniki bolj pripravljeni investirati, tudi v vzajemne sklade, če je pravni sistem močnejši. Pravosodni sistem države so opisali s petimi spremenljivkami, ki so jih zaradi visoke medsebojne korelacije združili v novo spremenljivko, »pravosodna kvaliteta«. Boljši pravni sistem po eni strani spodbuja investicije v sklade, vendar pa lahko spodbuja investitorje tudi k vlaganju v posamezne vrednostne papirje. Da bi dobili vpogled v različnost zaščite, ki so je deležni vlagatelji glede različnih vrst naložb, so avtorji upoštevali še dodatne aspekte pravnega sistema. Tako v primeru, da je trgovanje z vrednostnimi papirji na podlagi notranjih informacij v praksi kaznovano, to vzpodbuja posamezne investitorje, da neposredno kupujejo oziroma posedujejo vrednostne papirje; v nasprotnem primeru se raje zaneajo na posrednike, kot so vzajemni skladi.
- Pravna ureditev delovanja vzajemnih skladov: znotraj splošnih pravnih pravil in pravnih sistemov imajo države posebne zakone in pravila, ki urejajo delovanje skladov. Hipoteza avtorjev je, da bo v državah, kjer so pravice investitorjev bolje zaščitene, to okrepilo zaupanje investitorjev in povečalo njihovo pripravljenost za vlaganje v vzajemne sklade. Da bi izmerili preglednost in pravno ureditev delovanja vzajemnih skladov, so avtorji uporabili naslednje kriterije oziroma pogoje, ki kot spremenljivke nastopajo v različnih modelih: za začetek delovanja sklada je potrebno dovoljenje regulatorne institucije; dovoljenje regulatorne institucije je potrebno za izdajo prospekta vzajemnega sklada; skrbniki morajo biti neodvisni od družine vzajemnih skladov; vzajemni skladi morajo osemkrat ali več razkriti informacije o provizijah in donosnosti. Večja kot je zaščita investitorjev – dovoljenja, neodvisni skrbniki in razkritja pomembnih informacij – večja je

spodbuda za vlaganje v vzajemne sklade. Kljub temu, da je določena raven nadzora koristna za vlagatelje, pa lahko prekomeren nadzor povzroči obsežne stroške v obliki visokih vstopnih ovir za podjetja, ki upravljajo vzajemne sklade. Prekomeren nadzor lahko torej zavira razvoj panoge vzajemnih skladov in potencialno vodi do umika podjetij, ki upravljajo vzajemne sklade, na manj regulirane finančne trge.

- Davki: jasno je, da davčna politika vpliva na investicijske odločitve. Neto vrednost sredstev vzajemnih skladov bo večja, če bo davčna zakonodaja naredila te investicije privlačnejše od ostalih. Vpliv davčne zakonodaje so avtorji merili z dvema spremenljivkama: davčno stopnjo, ki jo plačujejo podjetja, ki upravljajo sklade; in dovoljenjem države, da se vrednostni papirji glasijo na prinosnika, saj je na ta način mnogo težje obdavčiti njihove lastnike. Višja kot je davčna stopnja in več kot je vrednostnih papirjev na prinosnika, manj razviti naj bi bili vzajemni skladi.

Na velikost vzajemnih skladov lahko vpliva mnogo značilnosti sektorja finančnih storitev, ki jih avtorji poimenujejo dejavniki ponudbe:

- Stroški in čas, potrebni za ustanovitev sklada oziroma pridobivanje ustreznih dovoljenj, lahko delujejo kot vstopna ovira za nove sklade. V raziskavi se je izkazalo, da je največ, 270 dni, potrebnih za ustanovitev vzajemnega sklada v Maleziji, najmanj, 28 dni, pa v Novi Zelandiji. Zveza med časom, potrebnim za ustanovitev sklada, in velikostjo vzajemnih skladov, seveda ni linearna. Avtorji predpostavijo, da je »smiseln časovni okvir« za ustanovitev sklada 60 dni.
- Bančni sektor: različni elementi delovanja tega sektorja lahko pozitivno ali negativno vplivajo na razvoj vzajemnih skladov. V ZDA so se vzajemni skladi (predvsem skladi denarnega trga) širili na račun bančnega sektorja, medtem ko so bile v Evropi ravno banke glavni spodbujevalci rasti vzajemnih skladov. Tako ni povsem jasno, ali močan in koncentriran bančni sektor zavira razvoj vzajemnih skladov, ali pa banke uporabljajo vzajemne sklade kot nov način dostopa do sredstev gospodinjstev. Bankam je lahko prepovedano ukvarjanje z vrednostnimi papirji, kar zmanjšuje njihovo zmožnost delovanja na trgu vzajemnih skladov.
- Število distribucijskih kanalov: večje število distribucijskih kanalov (npr. banke, borznoposredniške hiše, zavarovalnice itd.), preko katerih lahko podjetja, ki upravljajo vzajemne sklade, prodajajo točke vzajemnih skladov, bi moralo pozitivno vplivati na velikost vzajemnih skladov.

V veliko državah sodijo vzajemni skladi med novejšje finančne proizvode. Na njihovo razširjenost vplivajo tudi karakteristike uporabnikov. Na razvoj oziroma velikost vzajemnih skladov bi lahko vplivali naslednji dejavniki povpraševanja:

- Starost vzajemnih skladov: lahko pričakujemo, da starejši kot so vzajemni skladi, bolj razširjeni bodo v določeni državi. Starost vzajemnih skladov avtorji merijo v letih od prve ustanovitve in prodaje točk vzajemnega sklada v državi.
- Značilnosti prebivalstva: vzajemni skladi bodo bolj razviti, če bodo potrošniki (investitorji) bolje poučeni, premožni (z več izkušnjami pri vlaganjih) in imajo boljši dostop do informacij. Uporabljene spremenljivke, ki odražajo te lastnosti, so BDP na prebivalca, stopnja pismenosti, leta izobrazbe, cirkulacija časopisov na prebivalca in stopnja penetracije interneta.
- Velikost potencialnega trga vzajemnih skladov: večji trg v posamezni državi naj bi bil bolj atraktiven za podjetja, ki upravljajo vzajemne sklade. Vzajemni skladi naj bi se počasneje razvijali v državah z manjšo populacijo, saj so z vzpostavitvijo celotne panoge in pravnih okvirjev, znotraj katerih naj bi vzajemni skladi delovala, povezani določeni fiksni stroški. Velikost trga so avtorji izrazili z številom prebivalstva posamezne države.

Zadnji sklop dejavnikov, ki bi lahko vplivali na velikost vzajemnih skladov v posamezni državi, je povezan z stopnjo razvoja in značilnostmi trgovanja na kapitalskih trgih posameznih držav:

- Pogostost trgovanja: vzajemni skladi morajo od vlagateljev odkupiti enote oziroma točke po neto sedanji vrednosti. To implicitno pomeni, da je zanesljivo poročanje o neto sedanji vrednosti točk vzajemnih skladov ključnega pomena za vlagatelje. Starejše kot so opazovane tržne cene, več diskrecijske pravice imajo vzajemni skladi za določanje neto sedanje vrednosti enote premoženja. To zmanjšuje preglednost in s tem povpraševanje po vzajemnih skladih. Kot mero za kvaliteto poročane neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov so avtorji uporabili frekvenco trgovanja (povprečni promet vrednostnih papirjev na domači borzi vrednostnih papirjev).
- Stroški trgovanja: visoki stroški trgovanja vzajemnih skladov lahko zavirajo razvoj te panoge. V ta namen so avtorji v analizo vključili seštevke različnih provizij, ki jih upravljavci vzajemnih skladov plačujejo pri trgovanju z lastniškimi vrednostnimi papirji.

V vseh modelih je odvisna spremenljivka, ki meri velikost vzajemnih skladov, izražena kot delež vrednostnih papirjev v upravljanju vzajemnih skladov v vseh primarnih vrednostnih

papirjih v določeni državi. Delniški vzajemni skladi so združeni z mešanimi vzajemnimi skladi, obvezniški vzajemni skladi pa s skladi denarnega trga.

Univariatna regresija pokaže, da zakoni in regulacija vplivajo na velikost vzajemnih skladov. Vzajemni skladi so bolj razviti v državah z boljšim pravnim sistemom, potrebnim dovoljenjem za začetek delovanja novega sklada in izdajo prospekta in zahtevo o pogostejših razkritjih o provizijah in donosnosti skladov. Sredstva v obvezniški vzajemnih skladih so nižja v državah z bolj koncentriranim bančnim sektorju. Vzajemni skladi kot celota so manjši v državah, kjer so stroški ustanovitve sklada glede na povprečno velikost sklada višji. V državah z daljšo tradicijo vzajemnih skladov so te bolj razviti. Enako velja za bogatejše države z bolj izobraženim prebivalstvom in večjo stopnjo penetracije interneta. Stroški trgovanja negativno vplivajo na velikost vzajemnih skladov.

Največjo pojasnjevalno moč v univariatni analizi ima na ravni vseh vzajemnih skladov spremenljivka BDP na prebivalca. Za delniške vzajemne sklade ima največjo pojasnjevalno moč izobrazba prebivalstva, ki ji sledijo učinkovitost pravosodnega sistema, in zahtevana dovoljenja. Slednja imajo največjo pojasnjevalno moč pri obvezniških vzajemnih skladih.

V multivariatni analizi so avtorji testirali več modelov. Pri tem nekateri vključujejo le nekaj spremenljivk, nekatere pa zaradi visoke multikolinearnosti sploh niso vključene v nobenega od modelov.

V prvi model sta vključeni spremenljivki »pravosodna kvaliteta« in »dovoljenja«, ki merita tako splošno zakonodajno področje kot tudi tistega, ki se nanaša na delovanje vzajemnih skladov. Obe spremenljivki imata pozitiven predznak in sta statistično značilni. To pomeni, da učinkovit pravni sistem ne koristi vzajemnih skladov nič manj kot ostalim finančnim sektorjem. Poleg tega so vzajemnih skladov večji v državah, ki zagotavljajo specifično zakonodajo in pravno ureditev delovanja vzajemnih skladov z namenom zaščite vlagateljev. Slednji rezultat je najbolj zanesljiv v vseh specificiranih modelih. Med spremenljivkami pravnega sistema pa nista v nobenem od modelov značilni neodvisnost skrbnikov in davčna stopnja, ki jo morajo plačevati podjetja, ki upravljajo sklade.

Naslednji modeli pokažejo, da so vzajemni skladi večji v državah z višjim BDP na prebivalca, bolj izobraženim prebivalstvom in v državah, kjer so vzajemni skladi prisotni dalj časa. Vključitev teh spremenljivk ne zmanjšuje vpliva in statistične značilnosti spremenljivke, ki meri specifično zakonodajo in pravno ureditev delovanja vzajemnih skladov (spremenljivka dovoljenja). To ne velja za spremenljivke, ki merijo splošno zakonodajno področje. Eden od modelov vključuje dve spremenljivki, ki izražata pravno ureditev delovanja skladov: »dovoljenja« in »pogostost razkritja informacij«. Obe sta pozitivni in statistično značilni, kar

pomeni, da večja formalna zaščita investitorjev vodi do bolj razvitih vzajemnih skladov. Kavzalnost povezave avtorja utemeljita z dejstvom, da je bila v ZDA tovrstna zakonodaja urejena že leta 1940, vzajemni skladi pa so največji razvoj doživeli mnogo kasneje. Zanimivo je, da ob vključitvi obeh spremenljivk spremenljivka BDP na prebivalca ni več statistično značilna, kar pomeni, da je BDP na prebivalca manj pomemben dejavnik za razvitost vzajemnih skladov kot pa pravna ureditev delovanja vzajemnih skladov.

Vzajemni skladi so statistično značilno večji v državah, kjer so vstopne ovire v panogo, izražene z potrebnim časom za ustanovitev sklada in stroški ustanovitve, manjše. Dve spremenljivki nista značilni v nobenem od modelov: število distribucijskih kanalov in število prebivalstva. Enake rezultate avtorja dobijo tudi v primeru, ko je velikost vzajemnih skladov izražena kot razmerje med neto vrednostjo sredstev vzajemnih skladov in BDP. Vzajemni skladi so večji v državah z učinkovitejšim zakonodajnim sistemom, ki bolje ščiti investitorje, v državah z višjim BDP in bolj izobraženim prebivalstvom in v državah, kjer so vzajemni skladi prisotni dalj časa, manjša pa v državah, kjer so vstopne ovire v panogo višje. Isti dejavniki pojasnjujejo tudi razlike v stopnjah rasti neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov med državami.

Zadnja dva sklopa modelov ločeno preučujeta delniške in obvezniške vzajemne sklade. Rezultati za večino spremenljivk so podobni kot za vzajemne sklade kot celoto. Zanimivo pa je, da je »neprava« spremenljivka, ki odraža, ali je trgovanje na podlagi notranjih informacij v praksi kaznovano, v vseh modelih za delniške vzajemne sklade negativna in statistično značilna: če je tovrstno trgovanje kaznovano, so sredstva v delniški skladih manjša, kar očitno pomeni, da v tem primeru investitorji raje neposredno kupujejo lastniške vrednostne papirje. Ta spremenljivka pa ni statistično značilna za obvezniške vzajemne sklade. Delniški vzajemni skladi so občutno manjši v državah, kjer je bankam prepovedano kakršnokoli ukvarjanje z vrednostnimi papirji. Velikost obvezniških vzajemnih skladov statistično značilno pojasnjuje spremenljivka »dovoljenja«, ne pa tudi BDP na prebivalca, izobrazba prebivalstva ali starost panoge. V enem od modelov je statistično značilna spremenljivka koncentracija bančnega sektorja, ki ima negativen predznak. To pomeni, da so v državah, kjer imajo banke večjo tržno moč, obvezniški vzajemni skladi manjši. To ne velja za delniške vzajemne sklade. Možno je, da vidijo banke v obvezniških in denarnih vzajemnih skladih konkurenčne finančne proizvode, v delniških in mešanih vzajemnih skladih pa komplementarne finančne proizvode.

3.2 Dejavniki kapitalskih trgov

Fernando et al. (2003) ugotavljajo, da so vzajemni skladi v devetdesetih letih prejšnjega stoletja z nekaj izjemami, predvsem v nekaterih azijskih državah, ki so jih pretresle finančne krize, dosegli izjemen razvoj. Na rast vzajemnih skladov naj bi vplivali naslednji dejavniki:

- Razvitost kapitalskih trgov: bolj razviti kapitalski trgi naj bi bili predpogoj za delovanje vzajemnih skladov;
- Raven dohodka in bogastva rezidentov posamezne države: investiranje v vzajemne sklade naj bi bilo, podobno kot življenjska ali dodatna pokojninska zavarovanja, luksuzna dobrina z pozitivno dohodkovno elastičnostjo povpraševanja;
- Dostopnost substitutov ali komplementarnih proizvodov: veliko finančnih produktov je bližnjih substitutov ali komplementov vzajemnim skladom, nekateri celo oboje hkrati. Bančni depoziti so bližnji substituti skladom denarnega trga. Razlika v donosnosti bi morala zagotovo vplivati na povpraševanje po vzajemnih skladih denarnega trga. Na ravni posameznega investitorja so substituti vzajemnim skladom tudi vsi trgovani vrednostni papirji, npr. delnice podjetij. Povpraševanje po vzajemnih skladih je tako odvisno od stroškovne učinkovitosti ob zagotavljanju razpršitve naložbenega premoženja in profesionalnega upravljanja. Toda na agregatni ravni so enote premoženja (ali točke) vzajemnih skladov bolj komplementarne dobrine trgovanim vrednostnim papirjem.
- Pravna ureditev: pravna ureditev finančnega sistema določene države, v katerem delujejo zavarovalnice in pokojninski skladi, bi lahko bil pomemben dejavnik razvoja vzajemnih skladov. Če je omenjenim institucijam dovoljeno vlagati v raznovrstne instrumente kapitalskega trga, je upravičeno pričakovati večjo panogo vzajemnih skladov. Regulatorni predpisi so vplivali tudi na hiter razvoj vzajemnih skladov denarnega trga, predvsem v ZDA in Franciji, saj so v teh državah strogo omejili obrestne mere, ki so jih banke lahko plačevale na depozite. Tako imenovana Q-regulacija je bila glavni razlog za izjemno rast skladov denarnega trga v ZDA.
- Davki: na razliko v donosnosti med vzajemnimi skladi in ostali finančnimi instrumenti vpliva tudi davčna politika določene države. V številnih državah se investiranje v vzajemne sklade spodbuja z davčnimi olajšavami. Prav tako v nekaterih državah vzajemni skladi niso podvrženi indirektnim davkom.
- Bližina bolj razvitih oz. davčno prijaznejših finančnih centrov: t.i. off-shore države, npr. Luksemburg, Irska ali Švica v Evropi in Hong Kong ter Singapur v Aziji, lahko negativno

vplivajo na razvoj vzajemnih skladov v sosednjih državah. Seveda pa je neposreden vpliv bližine tovrstnih držav na razvoj vzajemnih skladov v sosednjih državah težko izmeriti.

Da bi pojasnili razloge za rast vzajemnih skladov, so avtorji testirali vplive številnih dejavnikov, ki bi lahko vplivali na višino sredstev v vzajemnih skladih, izraženo kot delež v BDP. Uporabljene pojasnjevalne spremenljivke so bile BDP na prebivalca kot indikator splošnega gospodarskega razvoja, razvitost kapitalskega trga, izražena kot tržna kapitalizacija delnic in obveznic v BDP, učinkovitost kapitalskega trga, merjena z vrednostjo trgovanih delnic v tržni kapitalizaciji ali v BDP, in donosnosti na tvegane in netvegane naložbe. Poleg tega so bile v model vključene tudi nekatere dodatne spremenljivke, ki merijo splošni nivo razvitosti države (razvoj bančnega sektorja, odprtost gospodarstva mednarodnim trgovinskim tokovom, pomen visoko-tehnoloških panog), in »neprave« spremenljivke za finančne krize in posamezne države.

V modelu, v katerega so bile vključene vse države, je velikost vzajemnih skladov najboljše pojasnjena z razvitostjo kapitalskega trga, ki pozitivno vpliva na velikost skladov. Čeprav imata pravilen predznak, sta spremenljivki obrestne mere na depozite in donosnost delniških trgov neznačilni. Volatilnost delniških trgov in finančne krize negativno in statistično značilno vplivajo na razvoj vzajemnih skladov. Nasprotno spremenljivki dohodek na prebivalca in odprtost gospodarstva mednarodnim trgovinskim tokovom nista značilni.

Obstaja nekaj zanimivih razlik med državami z visokim in državami z srednje visokim dohodkom na prebivalca (meja je arbitrarno določena pri 15.000 USD na prebivalca). V prvih postane odprtost gospodarstva statistično značilna in pozitivno vpliva na velikost vzajemnih skladov, medtem ko finančne krize niso statistično značilne, kar odraža relativno redko prisotnost kriz v teh državah. V državah z dohodkom na prebivalca, nižjim od 15.000 USD, pa postaneta značilni spremenljivki BDP na prebivalca in razvoj bančnega sektorja, ki pozitivno vplivata na velikost vzajemnih skladov, medtem ko odprtost gospodarstva ne pojasnjuje velikosti vzajemnih skladov.

3.3 Makroekonomski dejavniki

Ray in Vani (2004) sta v svoji študiji poskušala najti povezavo med neto vrednostjo sredstev indijskih vzajemnih skladov in nekaterimi makroekonomskimi spremenljivkami. Ob upoštevanju teorije učinkovitosti kapitalskega trga, kjer cene sredstev odražajo vse znane informacije, naj bi tudi vzajemni skladi, ki so premoženja individualnih sredstev, vsaj dolgoročno odražali ekonomske informacije. Seveda pa natančne povezave med makroekonomskimi spremenljivkami in neto vrednostjo sredstev vzajemnih skladov še niso znane, prav tako pa je zaradi različnih vplivov posameznih spremenljivk, ki lahko hkrati

pozitivno in negativno vplivajo na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov, težko vnaprej določiti, kakšne naj bi te povezave bile. Vendarle pa prevladuje prepričanje, da neto vrednost sredstev vzajemnih skladov v določeni meri odraža stanje v celotni ekonomiji. V nasprotju z večino študij, ki so temeljile na multivariatnih analizah, sta avtorja vplive različnih spremenljivk testirala z ne-linearnimi modeli nevronske mreže. V raziskavi sta uporabila mesečne podatke iz obdobja med aprilom 1999 in februarjem 2004, saj je bilo to obdobje, v katerem so bile uvedene številne ekonomske reforme. V analizo je bilo vključenih deset vzajemnih skladov različnih kategorij.

Ker ne obstaja nobena splošno priznana teorija, ki bi pokazala gibanje neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov kot funkcijo mikroekonomskih ali makroekonomskih spremenljivk, sta pojasnjevalne spremenljivke izbrala na podlagi »enostavne in intuitivne finančne teorije«. Te spremenljivke so indeks industrijske proizvodnje (kot odraz nacionalnega proizvoda), monetarni agregat M3 (odraz količine denarja v obtoku), obrestna mera na 91-dnevne zakladne menice (odraz prevladujoče obrestne mere v ekonomiji), indeks cen življenjskih potrebščin (inflacija), devizni tečaj med rupijo in dolarjem in glavni indeks borze v Bombaju, Sensex.

Rezultati so pokazali, da obrestne mere, količina denarja v obtoku, inflacija in donosnost delniškega trga močno vplivajo na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov, medtem ko indeks industrijske proizvodnje in devizni tečaj ne vplivata na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov.

Indeks industrijske proizvodnje naj bi ob naraščanju povečal dobičke podjetij in s tem njihovo sedanjo vrednost, hkrati pa bi povečal nacionalni razpoložljivi dohodek, kar naj bi vodilo v večje pritoke denarja v vzajemne sklade. Da indeks industrijske proizvodnje v raziskavi ne vpliva na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov, je možno pojasniti z prevladujočim položajem storitvenega sektorja v indijskem gospodarstvu, kar se ne odraža v indeksu industrijske proizvodnje.

Obrestne mere so v skladu s pričakovanji negativno povezane z neto vrednostjo sredstev vzajemnih skladov. Nižje kot so obrestne mere, nižji je strošek kapitala in večji so dobički podjetij, kar pozitivno vpliva na cene delnic in s tem neto vrednost sredstev vzajemnih skladov. Poleg tega nižje obrestne mere spodbujajo investitorje, da svoja sredstva selijo na delniške trge, kar lahko dodatno okrepi tečaje delnic. Rezultati raziskave kažejo, da imajo obrestne mere zelo močan vpliv na neto vrednost sredstev delniških vzajemnih skladov, medtem ko je njihov vpliv na neto vrednost sredstev obvezniških vzajemnih skladov precej manjši.

Količina denarja v obtoku pozitivno vpliva na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov. Možno je, da večja količina denarja v obtoku pomeni nekakšno vzpodbudo ekonomski aktivnosti, kar se kaže v večjih dobičkih podjetij in posledično višjih cenah delnic in večjih neto vrednostih sredstev vzajemnih skladov. Poleg tega je količina denarja negativno povezana z obrestnimi merami, kar ponovno pomeni, da večja količina denarja v obtoku pozitivno vpliva na cene delnic in neto vrednost sredstev vzajemnih skladov.

3.4 Dejavniki ustanavljanja novih vzajemnih skladov

Khorana in Servaes (1999) sta analizirala, kaj vpliva na nastajanje novih vzajemnih skladov. Informacije o odločitvenem procesu, preko katerega se DZU odločajo za ustanavljanje novih skladov, bi morale biti zanimive za širok sklop akterjev na trgu vzajemnih skladov, predvsem pa za same DZU, ki bi dobile vpogled v dejavnike, na podlagi katerih se sprejemajo odločitve o nastanku novih skladov pri konkurenčnih podjetjih.

Analiza je pokazala, da DZU odpirajo nove sklade, ko je potencial za doseg dodatnega prihodka od provizij ustrezno velik. To potrjujejo naslednje štiri ugotovitve:

- večje število novih skladov nastaja v tržnih segmentih, ki so večji po obsegu neto vrednosti sredstev,
- večje število novih skladov nastaja v tržnih segmentih, v katerih je med obstoječimi skladi večji delež nerealiziranih kapitalskih dobičkov, kar zmanjšuje neto pritoke v tovrstne vzajemne sklade
- večje število novih skladov ustanavljajo DZU, pri katerih je večji delež skladov v spodnjem delu lestvice provizij⁵, in
- večje število novih skladov odpirajo DZU, ki imajo med svojimi skladi zmagovalce preteklih obdobj. Na ta način želijo izkoristiti sloves odličnega upravitelja sredstev z razširitvijo proizvodov, ki jih ponujajo na trgu.

Zanimivo je tudi, da DZU pri ustanovitvi novih vzajemnih skladov posnemajo osem največjih DZU v vzorcu⁶. Pri tem večje DZU na trgu nastopajo kot inovatorji, manjše pa kot imitatorji.

⁵ V ZDA, kjer je bila opravljena omenjena analiza, se provizije v odstotkih vrednosti sredstev vzajemnega sklada po določenem pragu velikosti sredstev vzajemnega sklada avtomatsko znižajo

⁶ Vzorec je zajemal kar 263 ameriških DZU, ki so upravljale 1063 vzajemnih skladov

Prav tako večje število novih skladov ustanavljajo DZU, ki upravljajo z večjim obsegom sredstev in/ali so več skladov ustanovile v preteklih dveh letih. To potrjuje ugotovitve nekaterih drugih avtorjev, da v panogi vzajemnih skladov obstajajo velike ekonomije obsega. V nekaterih primerih DZU ustanavljajo več novih vzajemnih skladov v segmentih, kjer že imajo večji delež upravljanih sredstev. To bi lahko nakazovalo, da so koristi specializacije večje od učinkov kanibalizma obstoječih vzajemnih skladov.

3.5 Povzetek najpomembnejših dejavnikov razvoja vzajemnih skladov

Na tem mestu so še enkrat povzete dosedanje ugotovitve o dejavnikih, ki vplivajo na razvoj vzajemnih skladov v posameznih državah. Khorana et al. (2004) ugotavljajo, da so vzajemni skladi bolj razviti v državah z bolj učinkovitim pravnim sistemom in boljšo pravno ureditvijo delovanja vzajemnih skladov, predvsem večjo zaščito posameznih vlagateljev. Poleg tega so vzajemni skladi bolj razviti v državah z bogatejšim in bolj izobraženim prebivalstvom, pa tudi v državah, kjer so vzajemni skladi prisotni že dalj časa. Na drugi strani so vzajemni skladi po obsegu neto vrednosti sredstev v upravljanju manjši v državah, kjer so vstopne ovire, merjene z časom in stroški ustanovitve vzajemnega sklada, večje.

Fernando et al. (2003) menijo, da je najpomembnejši dejavnik za razvoj vzajemnih skladov razvitost kapitalskih trgov, merjena z tržno kapitalizacijo v BDP, ki pozitivno vpliva na razvoj vzajemnih skladov. Obstaja nekaj zanimivih razlik med državami z visokim in državami z srednje visokim dohodkom na prebivalca (meja je arbitrarno določena pri \$15.000 na prebivalca). V prvih postane odprtost gospodarstva statistično značilna in pozitivno vpliva na velikost vzajemnih skladov, medtem ko finančne krize niso statistično značilne, kar odraža relativno redko prisotnost kriz v teh državah. V državah z dohodkom na prebivalca, nižjim od \$15.000, pa postaneta značilni spremenljivki BDP na prebivalca in razvoj bančnega sektorja, ki pozitivno vplivata na velikost vzajemnih skladov, medtem ko odprtost gospodarstva ne pojasnjuje velikosti vzajemnih skladov.

Ray in Vani (2004) sta v svoji študiji poskušala najti povezavo med neto vrednostjo sredstev v indijskih vzajemnih skladih in nekaterimi makroekonomskimi spremenljivkami. Rezultati so pokazali, da obrestne mere, količina denarja v obtoku, inflacija in donosnost delniškega trga močno vplivajo na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov, medtem ko indeks industrijske proizvodnje in devizni tečaj ne vplivata na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov.

4 Razvoj trga vzajemnih skladov v EU 8

V tem poglavju bom skušal poiskati dejavnike, ki so vplivali na razvoj vzajemnih skladov oziroma pojasnjujejo obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v tranzicijskih državah, ki so se pridružile EU v letu 2004, to je Sloveniji, Madžarski, Češki, Slovaški, Poljski, Estoniji, Latviji in Litvi. Izbira držav temelji na predpostavki, da lahko zaradi podobne politično-ekonomske preteklosti teh držav z državami, ki so predmet preučevanja v magistrskem delu, upravičeno pričakujemo, da se bodo vsaj nekatere značilnosti razvoja vzajemnih skladov, ugotovljene na testnih državah v tem poglavju, odrazile tudi pri razvoju vzajemnih skladov v proučevanih državah, kljub temu, da so bile testne države na začetku obravnavanega obdobja praviloma gospodarsko bolj razvite od držav, ki so predmet raziskave tega magistrskega dela. Vendarle pa je v večini slednjih glavni cilj članstvo v EU, kar pomeni, da bodo prehodile podobno pot, kot testne države, na katerih bom preverjali vpliv določenih spremenljivk na razvoj vzajemnih skladov. Cilj tega poglavja je z statistično analizo poiskati model, s katerim se bo napovedalo gibanje neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v obravnavanih državah v obdobju 2006 – 2015.

4.1 Spremenljivke in modeli

4.1.1 Spremenljivke

Kot odvisna spremenljivka je v vseh modelih uporabljena neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Na ta način se izloči vpliv velikosti posamezne države, hkrati pa je preračunavanje v absolutno neto vrednost sredstev vzajemnih skladov enostavno. To je z vidika priložnosti na trgih vzajemnih skladov seveda pomembno, saj je celotna velikost trga zagotovo eden od dejavnikov, ki vplivajo na privlačnost posameznega trga. Za vse države je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca izražena v evrih, v katere so podatki iz nacionalnih valut preračunani po srednjem tečaju centralnih bank posameznih držav na koncu vsakega leta.

Pojasnjevalne spremenljivke so bile izbrane na podlagi obstoječe literature, ki je bila natančneje obravnavana v prejšnjem poglavju. Zato na tem mestu ne obravnavam logike za vključitev posamezne spremenljivke v analizo, pač pa zgolj podajam vključene spremenljivke. Nekatere spremenljivke, ki bi jih bilo vsebinsko smiselno vključiti v analizo, zaradi nedostopnosti ali nekonsistentnosti podatkov niso vključene v analizo. S tem mislim predvsem na pravno ureditev. Vendar bom slednjo kot pomemben dejavnik upošteval kvalitativno, v poglavju o priložnostih na trgu vzajemnih skladov v obravnavanih državah.

V analizi so uporabljene naslednje pojasnjevalne spremenljivke:

- BDP na prebivalca (za vse države je izražen v evrih),
- BDP na prebivalca po PKM (pariteta kupne moči, za vse države je izražen v evrih),
- rast BDP: realne stopnje gospodarske rasti držav v posameznih letih,
- inflacija: izračunana kot povprečna letna inflacija v posameznem letu,
- devizni tečaj
- neto varčevanje: delež varčevanja v nacionalnem razpoložljivem dohodku,
- kratkoročne obrestne mere: v analizi so uporabljene povprečne trimesečne medbančne obrestne mere v posameznem letu,
- rast zaposlenosti,
- donosnosti borznih indeksov: izračunana kot odstotna sprememba glavnega borznega indeksa v vsaki od držav v posameznem letu,
- tržna kapitalizacija borz: izračunana kot tržna vrednost vseh vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi v določeni državi, in izražena kot delež v BDP te države,
- obseg trgovanja na borzi: vrednost celotnega letnega prometa na borzi določene države, izražena v tržni kapitalizaciji te borze,
- »neprave« spremenljivke za posamezne države,

Prav tako iz teorije izhajajo pričakovane povezave med pojasnjevalnimi in odvisno spremenljivko. Tako se pričakuje, da bodo spremenljivke BDP na prebivalca, BDP na prebivalca v PKM, rast BDP, neto varčevanje, rast zaposlenosti, donosnost borznih indeksov, tržna kapitalizacija in obseg trgovanja na borzah pozitivno povezane z obsegom neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca, medtem ko naj bi bili inflacija in obrestne mere negativno povezani z obsegom neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca.

Tabela 2: Opisne statistike pojasnjevalnih in odvisne spremenljivke v testnih državah za leto 2000

	N	Aritmetična sredina	Minimum	Maksimum	Razpon	Standardni odklon
BDP p.c.⁷ (€)	8	5.205	3.559	10.428	6.869	2.247,6
BDP p.c., PKM (€)	8	9.988	7.100	14.600	7.500	2.588,7
Rast BDP (%)	8	4,86	2	7,9	5,9	1,92
Inflacija (%)	8	6,59	1,1	12,2	11,1	4,16
Neto varčevanje/BDP (%)	6	3,08	-4,1	9,7	13,8	5,23
Kratkoročne obrestne mere (%)	8	9,35	5,37	18,77	13,4	4,5
Rast zaposlenosti (%)	8	-1,35	-3,7	1,3	5	1,74
Donosnosti borznih indeksov (%)	8	16,19	-8,24	55,11	63,35	20,6
Tržna kapitalizacija/BDP (%)	8	0,27	0,13	0,52	0,39	0,13
Obseg trgovanja na borzah (% tržne kapitalizacije)	8	0,88	0,23	1,69	1,46	0,51
NAV p.c. (€)	7	83,5	3,8	211,6	207,8	88,6

Vir: Lastni izračuni

Opisne statistike pokažejo, da so razlike v odvisni in pojasnjevalnih spremenljivkah tako med državami kot med različnimi leti precejšnje. To je razumljivo glede na precejšnje razlike v samem izhodiščnem položaju, ki so ga imele države ob začetku prehoda v tržni gospodarski sistem, pa tudi različne načine samega procesa tega prehoda.

Najvišji BDP na prebivalca je leta 2000 imela Slovenija (10.428 €), najnižjega pa Litva (3.559 €). Podobno je z BDP na prebivalca, merjenim s pariteto kupne moči, ponovno je bila najuspešnejša Slovenija (14.600 €), na dnu razpredelnice pa se je znašla Latvija (7.100 €). Inflacijske stopnje so bile v tem letu še vedno relativno visoke, vendar so bile razlike med državami velike. To je podobno stanju v obravnavanih državah, ki je prikazano v petem poglavju. Najvišjo inflacijo je v letu 2000 imela Slovaška (12,2%), najnižjo pa Litva (1,1%). Velik razpon je moč opaziti pri neto varčevanju⁸ prebivalstva, kjer je razlika med najvišjim varčevanjem v Estoniji (9,7%) in najnižjim v Latviji (-4,1%) znašala kar 13,4 odstotne točke. Kratkoročne obrestne mere so bile v primerjavi z državami EU še vedno zelo visoke, na

⁷ Per capita: na prebivalca

⁸ Podatka za Madžarsko in Poljsko nista na voljo

Poljskem, kjer so bile najvišje, je povprečna trimesečna medbančna obrestna mera znašala kar 18,77%. Povprečna rast zaposlenosti je bila negativna (-1.35%), kar je najverjetneje posledica nadaljevanja prestrukturiranja gospodarstev. Zanimivo je, da sta bili skrajni vrednosti rasti borznih indeksov doseženi v sosednjih baltskih državah, saj je indeks borze v Rigi pridobil 55,11 %, medtem ko je indeks borze v Villnusu izgubil 8,24 %. Na splošno lahko trdimo, da so bili kapitalski trgi leta 2000 v teh državah na nizki stopnji razvoja. Prav tako so bili slabo razviti vzajemni skladi. Razlike med državami⁹ so bile tudi v tej kategoriji zelo velike. Najvišjo neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca je imela Madžarka (212 €), najnižjo pa Latvija (4 €).

Tabela 3: Opisne statistike pojasnjevalnih in odvisne spremenljivke v testnih državah za leto 2005

	N	Aritmetična sredina	Minimum	Maksimum	Razpon	Standardni odklon
BDP p.c. (€)	8	8.076	5.545	13.675	8.131	2.654,0
BDP p.c., PKM (€)	8	13.825	10.900	18.900	8.000	2.930,8
Rast BDP (%)	8	6,34	3,2	10,2	7	2,65
Inflacija (%)	8	3,29	1,6	6,9	5,3	1,65
Neto varčevanje/BDP (%)	6	7,12	0	11,8	11,8	4,19
Kratkoročne obrestne mere (%)	8	3,6	2,01	6,7	4,69	1,64
Donosnosti borznih indeksov (%)	8	51,9	-5,6	104,9	110,47	32,7
Tržna kapitalizacija/BDP (%)	8	0,44	0,22	0,74	0,52	0,18
Obseg trgovanja na borzah (% tržne kapitalizacije)	8	0,66	0,14	1,74	1,6	0,64
NAV p.c. (€)	7	423,6	33,9	687,4	653,4	272

Vir: Lastni izračuni

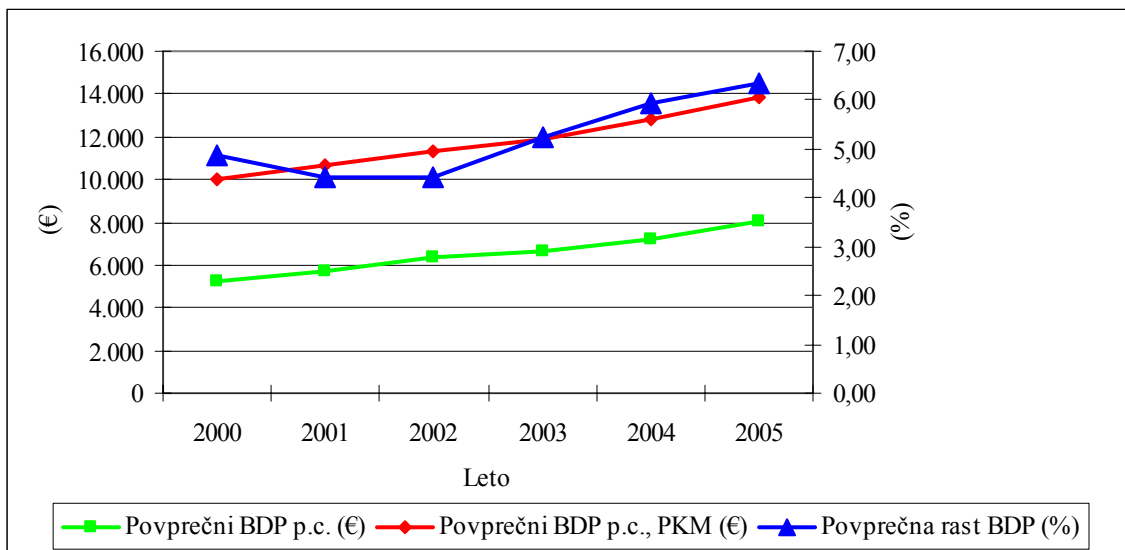
Iz opisnih statistik so jasno razvidna trendna gibanja v ključnih kategorijah, ki so pomembna za našo raziskavo.

Povprečni BDP na prebivalca in BDP na prebivalca, merjen v pariteti kupne moči, sta v testnih državah vseskozi naraščala. Večji gospodarski razvoj in ekonomska blaginja prebivalstva pa sta zagotovo nujna predpogoja za pojav novih finančnih produktov, med

⁹ Podatki za Litvo so dostopni šele od leta 2004

katere sodijo vzajemni skladi. Zato lahko pričakujemo, da bodo ob višji ravni dohodka na prebivalca tudi vzajemnih skladi bolj razviti.

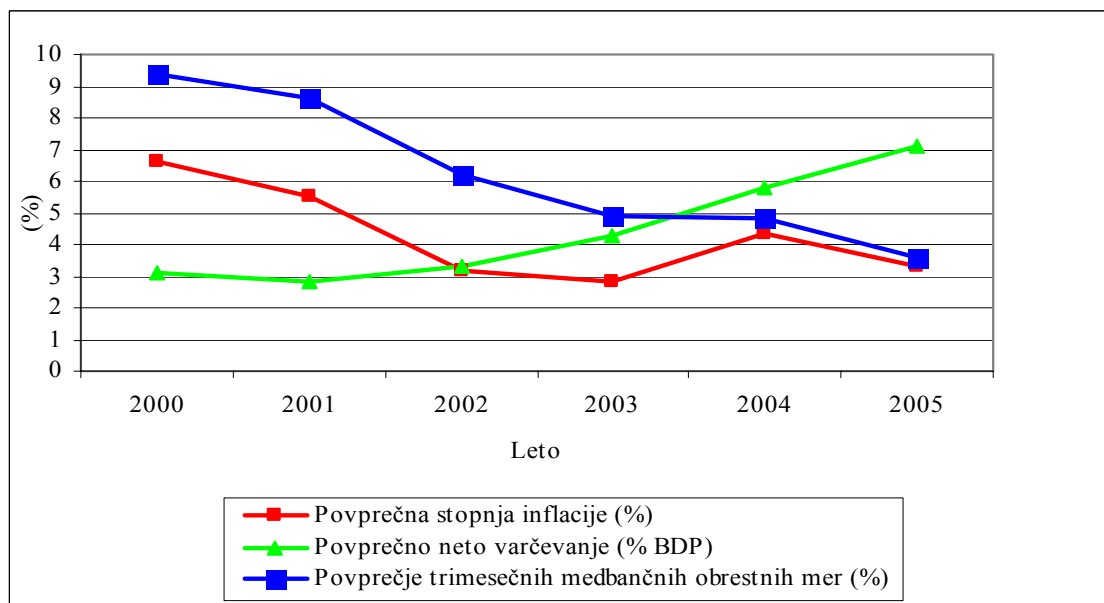
Slika 3: Gibanje BDP p.c., BDP p.c. v PKM in rast BDP



Vir: Lastni izračuni

Tudi relativno visoka gospodarska rast bi lahko vplivala na povečano povpraševanje po vzajemnih skladih, vendar pa je možno, da se vpliv višje gospodarske rasti na razvoj vzajemnih skladov kaže posredno preko povečanega dohodka na prebivalca.

Slika 4: Gibanje inflacije, kratkoročnih obrestnih mer in neto varčevanja



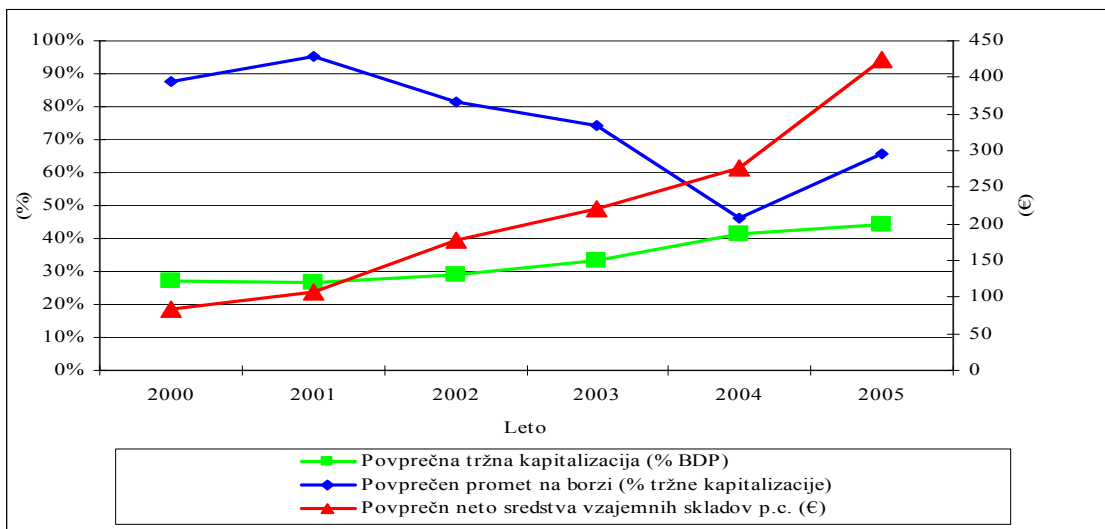
Vir: Lastni izračuni

Jasno je razviden padajoči trend pri obrestnih merah, ki je seveda tesno povezan z zniževanjem inflacije. Ob tem je pomembno, da so se obrestne mere znižale bolj kot inflacija, kar pomeni, da so se znižale tudi realne obrestne mere. Na drugi strani se je neto varčevanje prebivalstva v povprečju močno povečalo. Večje varčevanje in nižje obrestne mere pa bi seveda morali pozitivno vplivati na razvoj vzajemnih skladov. Nižje obrestne mere namreč vzpodbujajo ljudi k alternativnim oblikam varčevanja, ki omogočajo višje donosnosti. Med alternativnimi oblikami pa so ravno vzajemni skladi med najhitreje razvijajočimi se finančnimi produkti.

Čeprav so tržne kapitalizacije borz še vedno daleč pod povprečjem najrazvitejših držav, lahko vidimo, da so se v preučevanem obdobju vseskozi povečevale, kar pomeni, da so kapitalski trgi v teh državah vse bolj razviti. Globina kapitalskega trga pa bi morala pozitivno vplivati na razvoj vzajemnih skladov, saj večji kapitalski trg nudi večjo možnost izbire naložb pri sestavi premoženj vzajemnih skladov in s tem ustrezno razpršitev premoženja vlagateljev. Drugače je s prometom na posameznih borzah, ki je v povprečju padal vse do leta 2004. Vendar je pri interpretaciji potreben kanček previdnosti. Promet je namreč v absolutnih zneskih v vseh državah razen Litve vseskozi naraščal, vendar je zaradi razlik v velikosti posameznih borz izražen kot delež v tržni kapitalizaciji, kakor se tudi običajno prikazuje pri primerjavi podatkov med različni borzami (Bhattachayra et al., 2005). Ker so tečaji vrednostnih papirjev

in s tem tržna kapitalizacija do leta 2004 naraščala hitreje kot pa obseg prometa, se je delež prometa v tržni kapitalizaciji v povprečju zniževal.

Slika 5: Tržna kapitalizacija borz, obseg trgovanja in neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca



Vir: Lastni izračuni

Povprečna neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca je v preučevanem obdobju vseskozi naraščala in se v petih letih povečala skoraj petkratno. Očitno se tudi te države niso izognile svetovnemu trendu vse večje priljubljenosti vlaganj v vzajemne sklade. Že v drugem poglavju je bilo prikazano, da so stopnje rasti neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v posameznih državah presegale 100% letno, hitro pa se je povečevalo tudi število samih vzajemnih skladov, ki so bili na voljo vlagateljem.

4.1.2 Modeli

Statistična analiza v tem delu temelji na multivariatnih regresijskih modelih na vzorcu 8 držav za obdobje 2000-2005. Pri tem so modeli razdeljeni v dva osnovna sklopa. Prvi sklop vsebuje modele z vsemi pojasnjevalnimi spremenljivkami z izjemo »nepravih« spremenljivk za posamezne države. V drugem sklopu rezultate dodatno kontroliramo z »nepravimi« spremenljivkami za posamezne države. V obeh sklopih nato s številnimi modeli, ki se razlikujejo glede na vključene pojasnjevalne spremenljivke, iščemo dejavnike, ki statistično značilno vplivajo na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Pri tem nekatere spremenljivke zaradi visoke multikolinearnosti ne nastopajo v istih modelih: tovrstna para spremenljivk sta BDP na prebivalca in BDP na prebivalca v PKM, in neto varčevanje in kratkoročne obrestne mere.

Logika vključitve spremenljivk v posamezne modele je v obeh sklopih podobna. Prvi štirje modeli preverjajo, kakšen je vpliv makroekonomskih spremenljivk na obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Naslednji trije modeli preverjajo, kako na razvoj vzajemnih skladov vplivajo spremenljivke, ki odražajo stanje na kapitalskih trgih. Te spremenljivke so tržna kapitalizacija, obseg trgovanja na borzi in donosnost kapitalskih trgov. V zadnjih treh modelih nastopa večje število pojasnjevalnih spremenljivk, s čimer sem skušal preveriti, ali večje število vključenih spremenljivk spremeni značilnosti in/ali predznake določenih spremenljivk.

4.2 Podatki

Podatki za spremenljivke, vključene v empirično analizo, so na voljo za obdobje 2000 – 2005, pri čemer gre za letne podatke. Seveda bi bila verodostojnost rezultatov boljša, če bi imeli na razpolago daljšo časovno vrsto podatkov ali pa polletne oziroma četrtletne podatke, vendar te žal niso na voljo, pri čemer so še posebej težko dostopni podatki o neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov, saj so v teh državah vzajemni skladi še na začetni stopnji razvoja. Omejenost časovne vrste podatkov o neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov predstavlja tudi največjo slabost analize. Podatki so pridobljeni iz sekundarnih virov. Glavni podatkov je Eurostat, od koder so povzeti vsi podatki z izjemo podatkov o kapitalskih trgih posameznih držav in stanja na področju vzajemnih skladov. Podatki o slednjih so na voljo v publikacijah in na spletnih straneh borz vrednostnih papirjev posameznih držav oziroma pristojnih agencij za trg vrednostnih papirjev¹⁰. Zaradi medsebojne primerljivosti so vsi podatki preračunani v evre po srednjih tečajih relevantnih centralnih bank.

4.3 Rezultati

4.3.1 Modeli brez »nepravil« spremenljivk

V prvi model sta kot pojasnjevalni spremenljivki vključeni BDP na prebivalca in kratkoročne obrestne mere. Model je kot celota statistično značilen, popravljeni determinacijski koeficient pa znaša 0,301. To pomeni, da je 30,1% variance odvisne spremenljivke pojasnjeno z vplivom pojasnjevalnih spremenljivk. Spremenljivka BDP na prebivalca statistično značilno pojasnjuje gibanje neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Če se vrednost BDP na prebivalca poveča za 1 evro, se vrednost neto sredstev vzajemnih skladov na prebivalca poveča za 0,037 evra. Sklep je postavljen pri točni stopnji tveganja 0,000. Druga

¹⁰ Viri, iz katerih so pridobljeni podatki za posamezno državo in/ali spremenljivko, so na razpolago pri avtorju.

pojasnjevalna spremenljivka v modelu, kratkoročne obrestne mere, ima sicer pričakovan, negativen predznak, vendar ni statistično značilna.

V drugi model so kot pojasnjevalne spremenljivke vključene BDP na prebivalca, rast BDP in inflacija. Edina statistično značilna spremenljivka je BDP na prebivalca, pri čemer je povezava med BDP na prebivalca in neto vrednostjo sredstev vzajemnih skladov pričakovano pozitivna in srednje močna. Inflacija in rast BDP imata sicer pričakovane predznake (prva negativnega, druga pozitivnega), vendar sta šibki in nista statistično značilni. V tretjem modelu je namesto BDP na prebivalca uporabljena spremenljivka BDP na prebivalca, merjen s pariteto kupne moči. Tudi v tem modelu je BDP na prebivalca, merjen s pariteto kupne moči, edina spremenljivka, ki statistično značilno pojasnjuje neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca, pri čemer je povezava še močnejša. V četrtem modelu je namesto inflacije uporabljena spremenljivka kratkoročne obrestne mere. Povezava te spremenljivke z neto vrednostjo sredstev vzajemnih skladov na prebivalca je sicer negativna, a ni statistično značilna, pri čemer edina statistično značilna spremenljivka ostaja BDP na prebivalca. Tudi devizni tečaj, ki je kot dodatna pojasnjevalna spremenljivka vključen v četrti model, ni statistično značilen. Prav tako v nobenem od modelov ni statistično značilna spremenljivka rast zaposlenosti.

Tabela 4: Multivariatni¹¹ modeli brez »nepravih« spremenljivk

Model	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Konstanta (€)	42,8**	-8,8	-300,2	-293,9	-103,7*	-71,1**	-112,2*	-59,6*	-39,6**	-358,5*
BDP p.c. (€)	0,037***	0,039***							0,007**	0,029***
BDP p.c. PKM (€)			0,043***	0,042***				0,007		
Rast BDP (%)		6,19	12,07	9,32						16,40**
Inflacija (%)		-15,79	-12,77					-16,62	0,89	
Neto varčevanje (%)										11,52
Krat. obr. mere (%)	-12,26			-6,11				-12,44**	-16,87**	
Rast zaposlenosti (%)								-5,67	-6,19	
Donosnosti borznih indeksov (%)						0,39	0,44	-0,82	-0,852	-0,56
Tržna kapitalizacija/BDP (%)					812,49***	765,65***	799,17***	725,00***	753,79***	660,29***
Obseg trgovanja na borzah (% tržne kapitalizacije)					33,38		34,57	5,50	11,40	71,33*
F test	9,84***	6,72***	10,27***	9,17***	16,16***	15,56***	10,68***	9,59***	9,66***	9,06***
Popravljeni R ²	0,301	0,295	0,404	0,374	0,425	0,415	0,415	0,639	0,641	0,496

Vir: Lastni izračuni

Naslednji trije modeli preverjajo, kako na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca vplivajo spremenljivke, ki odražajo dogajanja na kapitalskih trgih. V petem modelu kot pojasnjevalni spremenljivki nastopata obseg prometa na posamezni borzi in tržna kapitalizacija. Slednja je statistično značilna, povezava pa je relativno močna in pozitivna. To pomeni, da večja tržna kapitalizacija, ki odraža večjo razvitost kapitalskega trga, pozitivno vpliva na razvoj vzajemnih skladov, kar je skladno z našimi pričakovanji. Šesti model namesto obsega trgovanja vključuje donosnost na kapitalskih trgih, ki pa ne pojasnjuje gibanja neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Poleg tega je povezava kljub temu, da ima pričakovan predznak, zelo šibka. Zadnji v sklopu modelov, ki preverjajo vpliv spremenljivk kapitalskega trga na neto vrednost sredstev v vzajemnih skladih, vključuje vse tri spremenljivke, vendar je edina statistično značilna pojasnjevalna spremenljivka tržna kapitalizacija.

V zadnjih treh modelih prvega sklopa nastopa večje število pojasnjevalnih spremenljivk. V osmi model so tako vključene BDP na prebivalca v PKM, donosnost borznih indeksov, tržna kapitalizacija, obseg trgovanja na borzi, rast zaposlenosti, kratkoročne medbančne obrestne

¹¹ *** Stopnja značilnosti ,000

** Stopnja značilnosti ,000 < x < ,01

* Stopnja značilnosti ,01 < x < ,05

mere in inflacija. Model ima relativno visoko pojasnjevalno moč, popravljeni determinacijski koeficient znaša 0,639. Spremenljivki, ki statistično značilno pojasnjujeta neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca, sta tržna kapitalizacija, ki je pozitivno povezana z neto vrednostjo sredstev vzajemnih skladov na prebivalca, in kratkoročne medbančne obrestne mere, ki so negativno povezane z neto vrednostjo sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Predznaka pojasnjevalnih spremenljivk sta torej v skladu z ekonomsko teorijo. V devetem modelu je namesto BDP na prebivalca v PKM vključena spremenljivka BDP na prebivalca. Slednja statistično značilno pojasnjuje neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Iz tega je mogoče sklepati, da je za obseg sredstev v vzajemnih skladih bolj pomemben absolutni BDP na prebivalca, kot pa BDP na prebivalca, merjen s pariteto kupne moči. To dejstvo bomo upoštevali pri izbiri napovednega modela, s katerim bomo napovedovali obseg neto sredstev vzajemnih skladov v obravnavanih državah. Edini preostali statistično značilni pojasnjevalni spremenljivki sta ponovno tržna kapitalizacija in kratkoročne medbančne obrestne mere. Deseti model pa ne vključuje kratkoročnih medbančnih obrestnih mer in rasti zaposlenosti, pač pa sta v model vključeni spremenljivki rast BDP in neto varčevanje. Spremenljivke, ki statistično značilno pojasnjujejo obseg sredstev v vzajemnih skladih na prebivalca, so v tem modelu BDP na prebivalca, rast BDP, tržna kapitalizacija in obseg trgovanja na posamezni borzi. Vse spremenljivke imajo skladno s pričakovanji pozitiven predznak.

4.3.2 Modeli z »nepravimi« spremenljivkami

V tem sklopu smo v modele poleg ostalih spremenljivk vključili tudi »neprave« spremenljivke, s katerimi kontroliramo rezultate za vplive posameznih držav.

Tabela 5: Multiregresijski modeli z »nepravimi« spremenljivkami

Model	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Konstanta (€)	-307,1**	-594,3*	-512,37*	469,2*	-52,69	204,5**	-139,5	-929,0***	-884,8***	-921,1**
BDP p.c. (€)	0,100***	0,097***	0,095***	0,091***				0,110***	0,110***	0,213***
Rast BDP (%)		21,7	12,5	18,8				18,8	26,1***	31,2**
Inflacija (%)		-17,32*		-11,68					-14,27	
Krat. obr. mere (%)	-17,36**		-17,47**	-9,73*				-19,39**	-8,12	-32,69**
Donosnosti borznih indeksov (%)					1,39	2,62**	1,23	-0,27		
Tržna kapitalizacija/BDP (%)					706,1*		904,8**	-224,1	-463,9*	-407,4*
Obseg trgovanja na borzah (% tržne kapitalizacije)						-13,5	65,16	46,1		
F test	22,4***	21,0***	20,4***	19,5***	4,6***	3,5***	4,9***	17,4***	20,9***	23,4***
Popravljeni R ²	0,824	0,830	0,825	0,832	0,443	0,358	0,445	0,839	0,853	0,868

Vir: Lastni izračuni

V vse modele so vključene »neprave« spremenljivke za vse države, ki so vseskozi tudi statistično značilne. Zato njihovih vrednosti ne prikazujemo v tabeli 5. V zadnjega od modelov je vključena tudi spremenljivka leto, s katero kontroliramo rezultate za vpliv časovnih trendov.

V prvi model sta ponovno vključeni pojasnjevalni spremenljivki BDP na prebivalca in kratkoročne obrestne mere. Tokrat sta obe spremenljivki statistično značilni, pri čemer ima prva pozitiven, druga pa negativen predznak. V drugi model so vključene spremenljivke BDP na prebivalca, rast BDP in inflacija. Spremenljivki, ki statistično značilno pojasnjujeta neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca, sta BDP na prebivalca in inflacija, pri čemer prva pozitivno, druga pa negativno vpliva na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov. V tretji model je namesto inflacije vključena spremenljivka kratkoročne obrestne mere, ki je prav tako statistično značilna. Zanimivo je, da je v modelu, kjer sta hkrati vključeni spremenljivki inflacija in obrestne mere, značilna samo slednja. V naslednja dva modela sta vključeni spremenljivki neto varčevanje prebivalstva in rast zaposlenosti. Nobena ni statistično značilna, pa tudi predznaka obeh spremenljivk sta negativna, kar je v nasprotju z pričakovanji. V vseh modelih, v katere sta vključeni, sta statistično značilni spremenljivki BDP na prebivalca in kratkoročne obrestne mere.

V naslednjih treh modelih se preverja vplive spremenljivk, povezanih s kapitalskimi trgi. V vseh modelih je statistično značilna spremenljivka tržna kapitalizacija. Povezava z neto vrednostjo sredstev vzajemnih skladov na prebivalca je pozitivna in relativno močna. Spremenljivka donosnost kapitalskih trgov je statistično značilna v enem modelu, pri čemer ima pričakovano pozitiven predznak, obseg trgovanja na borzi pa ni statistično značilen v nobenem od modelov.

Zadnji sklop predstavljajo modeli, v katere je vključeno večje število spremenljivk. Kot lahko vidimo v tabeli 5, je v vseh modelih statistično značilna spremenljivka BDP na prebivalca. V osmem modelu je statistično značilna tudi spremenljivka kratkoročne obrestne mere, medtem ko tržna kapitalizacija ne pojasnjuje neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov. V naslednji model je namesto kratkoročnih medbančnih obrestih mer vključena pojasnjevalna spremenljivka inflacija, ki je prav tako statistično značilna, ima pa negativen predznak. Če v model vključimo hkrati inflacijo in kratkoročne obrestne mere, ni statistično značilna nobena od teh spremenljivk, sta pa značilni spremenljivki poleg BDP na prebivalca še rast BDP s pričakovanim pozitivnim predznakom, in tržna kapitalizacija, ki ima v nasprotju z pričakovanji negativen predznak. V zadnji model je ob spremenljivkah, ki so se najpogosteje izkazale za statistično značilne, vključena še spremenljivka leto, s katero kontroliramo rezultate za vpliv časa. V tem modelu neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca statistično značilno pojasnjujejo BDP na prebivalca, kratkoročne obrestne mere in rast BDP. Značilna je tudi spremenljivka tržna kapitalizacija, a ima ponovno negativen predznak.

4.3.3 Povzetek rezultatov in izbira napovednega modela

V sklopu modelov, ki ne vključujejo »nepravih« spremenljivk za posamezne države, je v vseh testiranih modelih statistično značilna spremenljivka tržna kapitalizacija. V večini modelov sta statistično značilni tudi spremenljivki BDP na prebivalca in kratkoročne obrestne mere. V enem od modelov sta statistično značilni spremenljivki rast BDP in obseg trgovanja na borzi. Neto varčevanje prebivalstva, donosnost borznih indeksov, inflacija, rast zaposlenosti in devizni tečaj v nobenem od modelov ne pojasnjujejo neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Iz tega lahko sklepamo, da so vzajemni skladi bolj razviti oziroma je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca večja v državah, kjer so kapitalski trgi bolj razviti, kjer je dohodek na prebivalca višji in kjer so obrestne mere nižje. Rezultati so zelo smiselni: globoki in likvidni kapitalski trgi so predpogoj za delovanje vzajemnih skladov, višji dohodek omogoča varčevanje, katerega del se steka v vzajemne sklade in povečuje neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca, nižje obrestne mere pa povečujejo privlačnost varčevanja v alternativnih finančnih proizvodih, med katere sodijo tudi vzajemni skladi.

Z vključitvijo »nepravih« spremenljiv za države se bistveno izboljša pojasnjevalna moč modelov, merjena s popravljenim determinacijskim koeficientom. Spremenljivka, ki najbolje pojasnjuje neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca, je BDP na prebivalca, pri čemer je povezava med spremenljivkama zelo močna. V večini modelov neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca statistično značilno pojasnjujeta tudi spremenljivki obrestne mere in tržna kapitalizacija, ki pa ima v nekaterih primerih negativen predznak. V dveh modelih je statistično značilna spremenljivka rast BDP, v enem pa inflacija in donosnost kapitalskih trgov. Ponovno lahko trdimo, da je razvitost vzajemnih skladov, ki jo odraža raven neto sredstev vzajemnih skladov na prebivalca, višja v državah z višjim dohodkom na prebivalca in nižjim medbančnimi obrestnimi merami, do neke mere pa tudi v državah z bolj globokim kapitalskim trgom, hitrejšo gospodarsko rastjo in nižjo inflacijo.

Za napovedni model, s katerim bom napovedoval obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v obravnavanih državah, sem izbral prvi model v sklopu modelov z »nepravimi« spremenljivkami. Njegova enačba se glasi:

$$(1) \text{NAV}^{12} \text{ p.c.} = -307,1 + 0,10 \text{ BDP p.c.} - 17,36 \text{ kratkoročne obrestne mere}$$

¹² NAV p.c.: neto vrednost sredstev (vzajemnih skladov) na prebivalca

Model ima visoko pojasnjevalno moč, saj popravljeni determinacijski koeficient znaša 0,824. Vključeni pojasnjevalni spremenljivki sta statistično značilno pojasnjevali obseg neto vrednosti vzajemnih skladov na prebivalca v skoraj vseh testiranih modelih. Poleg tega bo za izbrani spremenljivki mogoče napovedati njune vrednosti v obravnavanih državah vse do leta 2015. To bi bilo precej bolj zahtevno za spremenljivko tržna kapitalizacija, ki je bila sicer statistično značilna z pričakovanim predznakom v večini od testiranih modelov.

5 Opis stanja v državah JVE in SND

Države JVE in SND so v zadnjih 15. letih doživele korenite spremembe na vseh področjih. Med njimi obstajajo pomembne razlike, a imajo vendarle ogromno skupnega. Večina obravnavanih držav je nastala z razpadom velikih držav. Vse so v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja stopile na pot tranzicije. Danes lahko trdimo, da so dosegle vsaj minimalen prag politične in makroekonomske stabilizacije, ki omogoča bolj ali manj normalno poslovanje v teh državah. Seveda pa so državna tveganja v teh državah še vedno bistveno višja kot v razvitih državah. Nekateri dogodki, kot je bila oranžna revolucija v Ukrajini ali nerešena vprašanja na Balkanu, kažejo na veliko nepredvidljivost dogodkov v tej regiji. Problematična je tudi zakonodajna ureditev teh držav, predvsem pa velika nedoslednost izvajanja zakonodaje v praksi. Poleg tega se poslovni običaji v večini od obravnavanih držav močno razlikujejo od ustaljenih zahodnih standardov poslovanja. Za države SND pa je poleg tega značilna tudi korupcija, ki sega v vse pore gospodarstva in je zagotovo element, ki ga je potrebno upoštevati ob morebitnem poslovanju v teh državah.

Vsekakor pa so te države potencialno izredno zanimive za gospodarsko sodelovanje. Predstavljajo namreč območje, na katerem je konec leta 2005 živel preko 259 milijonov prebivalcev, v tem letu pa so ustvarile BDP v velikosti 890,5 milijarde evrov (čeprav je res, da velik delež predstavlja Rusija). Precej držav tega območja si prizadeva za članstvo v EU, kar pomeni, da se bodo morale začeti prilagajati evropski zakonodajni ureditvi. Bolgarija in Romunija sta na pragu vstopa v EU. Države nekdanje Jugoslavije si želijo napredka in gospodarskega razvoja po desetletje trajajočih vojnih grozotah. Rusija doživlja pravo gospodarsko renesanso, ki jo omogočajo velika naravna bogastva, predvsem velike količine nafte in zemeljskega plina. Za Slovenijo je oziroma bi morala biti regija še zanimivejša kot za nekatere ostale države. Slovenci namreč uživamo ugled in naklonjenost prebivalcev (morda z izjemo Hrvaške) v državah nekdanje Jugoslavije, hkrati pa zaradi skupne preteklosti dobro poznamo miselnost tamkajšnjih ljudi. Podobno velja tudi za Rusijo in Ukrajino. Zato lahko v splošnem trdimo, da bi te države morale predstavljati pomembne trge za slovenska podjetja.

5.1 Napredek pri tranziciji

Tranzicijske države, med katere sodijo tudi vse države, obravnavane v magistrskem delu, so v preteklih letih naredile velik napredek pri strukturnih in institucionalnih reformah. Razlogi za to so različni, prav tako pa tudi napredek v vseh državah ni bil enak. Hitrost uvajanja reform v večini držav JVE, ki so bile v preteklih dveh letih po hitrosti uvajanja reform vodilne med tranzicijskimi državami, se je v letu 2005 zmanjšala, delno kot odraz nenehne politične negotovosti v tej regiji. Edina izjema je bila Srbija in Črna Gora¹³, ki ji je uspel napredek pri privatizaciji, prestrukturiranju podjetij in reformi bančnega sektorja, in to kljub nejasnemu Kosovskemu vprašanju in šibki podpori, ki so je bile reforme deležne v javnosti. Kljub napredku pa tudi v samem procesu tranzicije SČG še vedno daleč zaostaja za najrazvitejšimi državami v tej regiji.

V nekaterih državah SND pa je bil napredek predvsem posledica političnih sprememb. Največji napredek pri uvajanju reform sta med državami SND dosegli Ukrajina in Moldavija. Ukrajina je uspešno prestala politično krizo konec leta 2004, z novim, proevropskim vodstvom pa ji je uspel napredek predvsem pri dveh sklopih reform, ki sta zelo pomembni z vidika vstopa tujih finančnih posrednikov na ukrajinski trg: trgovinski in tečajni politiki z odpravo nadzora oziroma omejevanja izvoza in približevanjem članstvu v Svetovni trgovinski organizaciji (WTO), in reformi bančnega sektorja z izboljšanim pravim in nadzornim okoljem, rastjo posojil privatnemu sektorju in povečanim tržnim deležem tujih bank. Vendar pa kljub tem dosežkom ostajajo odprta vprašanja okrog spornega programa ponovne nacionalizacije velikih podjetij, ki so bila v očeh nove vlade nezakonito privatizirana. V Moldaviji je prav tako prišlo do zasuka k bolj zahodno usmerjeni politični opciji, ki podpira demokratične in tržne reforme in si prizadeva za članstvo v globalnih integracijah. Nekoliko presenetljivo pa je pri uvajanju reform zastala vodilna članica SND Rusija. Izjema je finančni sektor, kjer se je izboljšalo poslovanje bank, sprejela obsežna srednjeročna strategija razvoja finančnega sektorja in vzpostavil sistem zavarovanja depozitov, hkrati z korenitimi izboljšavami zakonodajnega okolja finančnega sektorja. Na drugi strani se je kot posledica nenehnih državnih intervencij močno upočasnil proces privatizacije. Nekatera velika podjetja, med njimi največji proizvajalec plina na svetu, Gazprom, so ponovno prešla v večinsko lastništvo in nadzor države. To pa bi lahko skupaj z prepočasno reformo javni institucij negativno vplivalo na korporacijsko upravljanje, ki je za razvoj vzajemnih skladov zelo pomembno.

¹³ Takrat seveda še enotna država., saj se je Črna Gora od Srbije odcepila maja 2006.

Soliden pravni sistem za korporacijsko upravljanje (ang. Corporate governance) je nujen predpogoj za privabljanje investicij v neko državo ali regijo. Še bolj pomemben je za delovanje vzajemnih skladov, kjer med najpomembnejše vidike sodita pravice delničarjev in zaščita malih investorjev, ki sta ključna za delovanje vzajemnih skladov. Vzajemni skladi so namreč skoraj brez izjeme portfeljski vlagatelji, saj jim zakonodaja prepoveduje imeti deleže, večje od 10% kapitala v posameznih podjetjih. Poleg tega je zaščita pomembna tudi za same vlagatelje v vzajemni sklad. V študiji o skladnosti zakonodajnega okolja za korporacijsko upravljanje z mednarodnimi standardi iz leta 2005 je EBRD države razvrstil v pet razredov.

Tabela 6: Skladnost zakonodaje o korporacijskem upravljanju z mednarodnimi standardi

Zelo visoka	Visoka	Srednja	Nizka	Zelo nizka
/	Makedonija	Bolgarija	BIH	Ukrajina
	Kazahstan	Hrvaška	Romunija	
	Moldavija	SČG		
	Rusija			

Vir: Transition Report 2005

Bolgarija in predvsem Romunija kot skorajšnji članici EU na tem področju očitno še nista na ravni sedanjih članic, medtem ko je v najslabšem položaju med obravnavanimi državami Ukrajina, kjer so problematični predvsem pravice delničarjev, razkritja informacij o poslovanju in transparentnost poslovanja.

Seveda pa dobra zakonodajna podlaga ne pomeni veliko, če se ne izvaja v praksi, to pa ni mogoče, če ni dobro urejen sistem razkritja informacij, ki so pomembne za delničarje. Gre za mehanizme, ki omogočajo malim delničarjem, da dosežejo razkritje informacij. V večini držav se mali delničarji pri tem srečujejo z številnimi težavami. Med državami JVE imajo relativno učinkovite mehanizme za doseg razkritja informacij Bolgarija, Romunija in Srbija in Črna Gora. Institucionalno okolje je najboljše v Bolgariji in na Hrvaškem. Povprečen čas, potreben za pridobitev odločitve sodišča o nujnosti razkritja pa se giblje od nekaj mesecev v Bolgariji in Romuniji pa do nekaj let v BiH. Še slabše so razmere glede razkritja informacij v državah SND. V Rusiji je najbolj učinkovit način razkritja informacij za male delničarje zahteva po notranji reviziji finančne dokumentacije podjetja, katere izvajanje se mora začeti v petih mesecih po vložitvi zahteve za začetek postopka. Seveda pa v praksi prihaja do številnih težav zaradi pomanjkljivosti v ruskem sodnem sistemu.

5.2 Makroekonomski položaj

V državah JVE smo bili v letu 2005 priča solidni gospodarski rasti, ki pa se je v primerjavi z letom 2004 vendarle nekoliko znižala. Glavni motor gospodarske rasti v Bolgariji, Romuniji in na Hrvaškem je bila povečana domača poraba, ki je podprta s kreditno ekspanzijo hitro razvijajočega se bančnega sektorja. Velik obseg investicij je posledica pričakovanega vstopa v EU, privatizacijskih procesov in napredka pri omejevanju inflacije, v Romuniji pa tudi liberalizacije kapitalskega računa plačilne bilance, ki je pripomogel k bistvenemu znižanju sicer še vedno visokih obrestnih mer.

Povprečna inflacija je v letu 2005 spet nekoliko narasla, predvsem po zaslugi Srbije in Črne Gore, kjer je ponovno presegla 10 odstotkov. V vseh ostalih državah z izjemo Hrvaške, kjer je inflacija že tako nizka, so se v letu 2005 inflacijske stopnje zniževale.

Proračunski primanjkljaji se v teh državah glede na leto 2004 niso bistveno spremenili. V najslabšem položaju je Hrvaška, katere proračunski primanjkljaj je v letu 2005 znašal 3,4% BDP. Edina država JVE, ki beleži proračunski presežek, je Bolgarija. Zaradi kreditne ekspanzije v bančnem sektorju vse države JVE beležijo visoke primanjkljaje na tekočem računu plačilne bilance. Le-te v povprečju znašajo kar 9% BDP. Države jih pokrivajo predvsem z naraščajočimi tujimi neposrednimi investicijami, ki naj bi po ocenah v letu 2005 znašale prek 10 milijonov evrov, vendar so skoncentrirane predvsem na Bolgarijo, Romunijo in Hrvaško, v zadnjem času pa tudi Srbijo in Črno Goro (Caviglia et al., 2006).

Gospodarska rast držav SND je temeljila na visokih cenah surovin, predvsem nafte in zemeljskega plina, pa tudi rudnin in kmetijskih izdelkov, in močnega domačega povpraševanja. Gospodarska rast se je sicer v letu 2005 glede na 2004 močno znižala v Ukrajini (iz 12,1 na 2,8%) kot posledica manjšega zunanjega povpraševanja po jeklu in nižjih investicij zaradi negotovosti v političnem in poslovnem okolju. Veliki prilivi deviz zaradi drastičnega povečanja izvoza surovin so pripomogli k rekordnim deviznim rezervam. Povečana likvidnost bančnega sistema je vodila v kreditno ekspanzijo, kar povzroča inflacijo. Zniževanje inflacije v Rusiji, Ukrajini in Kazahstanu bo zahtevalo učinkovito upravljanje z prihodki od izvoza surovin, še posebej zaradi močnih domačih pritiskov na potrošnjo.

Z izjemo inflacije je makroekonomsko stanje v državah SND zelo stabilno. Rusija in Kazahstan beležita proračunske presežke, ki naj bi v Rusiji konec leta 2005 znašal kar 7,6% BDP. Poleg tega so se znatno povečala sredstva t.i. stabilizacijskega sklada, čeprav je Rusija vmes odplačala 16 milijard evrov visok dolg do IMF in Pariškega kluba. Podobno je stanje v tekočem delu plačilne bilance, kjer Rusija, Kazahstan in Ukrajina beležijo znatne presežke.

Poleg tega hitro narašča tudi obseg tujih neposrednih investicij, predvsem v Rusijo in Kazahstan.

Tabela 7 prikazuje makroekonomske spremenljivke v obravnavanih državah. Kot lahko vidimo, je BDP na prebivalca v večini držav še vedno na zelo nizkih ravneh in je leta 2005 v povprečju znašal skromnih 2.811 evrov, kar je manj kot v testnih državah, na podlagi katerih smo preverjali vplive posameznih spremenljivk na razvoj panoge vzajemnih skladov. Precej višji je BDP na prebivalca, merjen s PKM, ki je leta 2005 v povprečju znašal 6.973 evrov. Vendar je v eni od v tretjem poglavju opisanih študij, pa tudi v moji empirični analizi ugotovljeno, da je za obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov bolj pomemben absolutni BDP na prebivalca.

Povprečna realna gospodarska rast je v vseh obravnavanih državah v letu 2005 znašala 5,3%, poleg tega pa so obetavne tudi prihodnje napovedi gospodarske rasti, kar je nujno za realno konvergenco z EU. Ob tem je potrebno upoštevati, da so relativno visoke stopnje gospodarske rasti tudi posledica nizke osnove BDP. Vendarle pa so obravnavane države na makroekonomskem področju naredile velik napredek, ki omogoča solidno podlago za nadaljnji gospodarski razvoj.

Tabela 7: Makroekonomski kazalci za obravnavane države v letu 2005

	BDP (mio €)	BDP p.c. (€)	BDP v PKM ¹⁴ (€)	Rast BDP (%)	Inflacija (%)	Pror.pres. (% BDP) ¹⁵	Javni dolg (% BDP)
Hrvaška	29.694	6.684	11.450	4,1	3,3	-3,4	44,3
BiH	7.459	1.777	6.990	5	1,9	-0,9	31,7
Srbija in Črna Gora	20.099	1.911	6.300	4,7	9,0	-1,7	45,4
Makedonija	4.515	2.181	6.228	3,8	0,1	-0,3	40,3
Bolgarija	21.402	2.784	7.486	5,5	5,0	2,3	31,9
Romunija	78.173	3.522	7.444	4,1	9,0	-0,4	16,7
Ukrajina	65.703	1.401	5.770	2,8	12,7	-2	18,8
Moldavija	2.442	573	1.908	7	13,3	-1,7	39,0
Rusija	616.008	4.347	9.040	6,4	12,8	7,6	14,1
Kazahstan	45.101	2.932	7.116	9,4	7,5	6	8,2

Vir: Euromonitor, IMF, WIIW, EBRD

¹⁴ PKM: pariteta kupne moči

¹⁵ V primeru proračunskega primanjkljaja je vrednost v tabeli negativna

Kljub solidnim napovedim o prihodnji gospodarski rasti obravnavanih držav velja opozoriti na nekaj potencialnih nevarnosti. Ranljivost javnega sektorja držav JVE je bila sicer znatno zmanjšana z fiskalnimi reformami. Vendar ima Hrvaška še vedno visok fiskalni primanjkljaj, ki je v zadnjih dveh letih nevarno naraščal, BIH in Srbija in Črna Gora pa velik javni dolg. Države imajo težave tudi z zunanjim neravnotežjem. Velik zunanji dolg in prihodnja sposobnost njegovega financiranja zbudjata skrb predvsem pri Hrvaški in Srbiji in Črni Gori. Ob tem seveda ne kaže poudarjati, da so v BIH, Srbiji in Črni Gori ter Makedoniji še vedno prisotna velika politična tveganja.

V državah SND so makroekonomska tveganja, z izjemo Moldavije, bistveno nižja. V Moldaviji bi lahko bila problematična relativno visok javni in zunanji dolg, predvsem zato, ker država nima normalnega dostopa do mednarodnih trgov kapitala. V ostalih državah največje tveganje predstavljajo finančni sektorji, kjer potencialno nevarnost predstavljata hitrost kreditne ekspanzije v primerjavi s kapaciteto bank, in pa slab nadzor in nepreglednost poslovanja bank.

5.3 Razvitost kapitalskih trgov

Za delovanje vzajemnih skladov je izredno pomembna tudi razvitost kapitalskih trgov. Kljub velikem napredku in vse večjemu zanimanju vlagateljev za kapitalske trge obravnavanih držav pa so te še vedno relativno slabo razviti.

Vlagatelji so na teh trgih dosegali nadpovprečne donosnosti, kar je ustrezno glede na višja tveganja investiranja na teh trgih. Vendar pa so kapitalski trgi še vedno zelo plitki. Tržne kapitalizacije borz, izražene v BDP, so z izjemo RTS (Russian Trading System, največja borza v Rusiji) še vedno pod 50%, v večini držav pa pod 30%, kar je bistveno manj kot v razvitih državah, kjer te kazalci lahko presegajo 100%. Še večji problem pa je z vidika vzajemnih skladov izjemno nizka likvidnost na omenjenih kapitalskih trgih. Bistvo delovanja vzajemnega sklada je, da lahko v vsakem trenutku proda svoje naložbe in poplača vlagatelje, ki si to želijo, kar je zelo težko, če je obseg trgovanja majhen. Kazalec promet/tržna kapitalizacija je za večino obravnavanih kapitalskih trgov izjemno nizek, pri več kot polovici celo nižji od 10%, medtem ko ta kazalec na razvitih kapitalskih trgih lahko presega 100%. Problem je še večji zaradi dejstva, da se le z nekaj vrednostnimi papirji na vsakem trgu redno trguje v obsegih, ki zagotavljajo zadovoljivo raven likvidnosti. V večini obravnavanih držav zakonodaja o vzajemnih skladih (če sploh obstaja) omejuje vlaganja na kapitalske trge izven domicilne države. Zato je kljub relativno velikemu številu vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni na posamezno borzo, težje ustrezno razpršiti premoženje med večje število vrednostnih papirjev, kar je druga osnovna značilnost delovanja vzajemnih skladov.

Tabela 8: Kapitalski trgi obravnavanih držav v letu 2005

Hrvaška	Tržna kapitalizacija (mio €)	Promet (mio €)	Tržna kapitalizacija/BDP	Promet/Tržna Kapitalizacija	Število vrednostnih papirjev	Rast indeksa
Zagrebska borza	15.557	4.622	52,4%	29,7%	245	28,0%
Varaždinska borza	8.552	303	28,8%	3,5%	422	40%
BIH						
Sarajevska borza	3.311	103	44,4%	3,1%	730	24%
Banjaluska borza	1.466	142	19,7%	9,7%	777	19%
Srbija in Črna Gora						
Beograjska borza	7.234	557	36,0%	7,7%	305	2%
Borza v Podgorici	n/a	82	n/a	n/a	n/a	400%
Makedonija						
Borza v Skopju	1.214	145	26,9%	11,9%	57	69,6%
Rusija						
RTS	440.220	312.000	71,5%	70,9%	376	86,0%
Ukrajina						
PFTS	23.200	480	35,3%	2,1%	n/a	42,0%
Kazahstan						
Borza v Kazahstanu	7.374		16,30%	n/a	n/a	n/a
Moldavija						
Borza v Moldaviji	374	9,60	15,3%	2,6%	n/a	n/a
Bolgarija						
Borza v Sofiji	4.303	1.297	20,1%	30,1%	389	32,4%
Romunija						
Borza v Bukarešti	15.311	2.152	19,6%	14,1%	83	59,5%

Vir: Nacionalne borze; lastni izračuni

Daleč najbolj razvit kapitalski trg med obravnavanimi državami je nedvomno ruski kapitalski trg. Tržna kapitalizacija se je od finančnega zloma leta 1998 naglo rasla, v zadnjih letih predvsem na račun višanja cen nafte, kar je pozitivno vplivalo na naftna podjetja, ki predstavljajo glavni sektor ruskega gospodarstva. Tako se nekatera ruska podjetja po tržni kapitalizaciji uvrščajo med največja podjetja na svetu. Na drugi strani je kapitalski trg v Moldaviji zaenkrat na samem začetku delovanja.

5.4 Razvitost vzajemnih skladov

Vzajemnih skladi so v obravnavanih državah izjemno slabo razviti, ali pa sploh ne obstajajo. Izjema je Hrvaška, kjer neto vrednost sredstev vzajemnih skladov predstavlja dobre štiri odstotke BDP, po neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca pa bi se Hrvaška uvrstila v sredino članic EU 8. Vzajemni skladi so po absolutnem znesku neto vrednosti

sredstev sicer daleč največji v Rusiji, a je tudi tam njihov delež v BDP ali po neto vrednosti sredstev na prebivalca praktično zanemarljiv.

Tabela 9: Stanje vzajemnih skladov v državah JVE in SND v letu 2005

	Neto sredstva v vzajemnih skladih (mio €)	Neto sredstva v vzajemnih skladih/BDP	Neto sredstva v vzajemnih skladih p.c. (€)
Hrvaška	1.195	4,02%	269,0
BIH	ni skladov		
Srbija in Črna Gora	ni skladov		
Makedonija	ni skladov		
Bolgarija	45	0,21%	5,9
Romunija	118	0,15%	5,3
Ukrajina	68	0,10%	1,4
Moldavija	ni skladov		
Rusija	1.934	0,31%	13,6
Kazahstan	200	0,78%	14,1

ICI Fact Book 2006, lastni izračuni

Za prebivalce obravnavanih držav je značilno veliko nezaupanje v finančne institucije, ki so ga še poglobile številne finančne krize, ki smo jim bili priča v preteklih letih (najbolj znana je ruska finančna kriza leta 1998). V vzajemnih skladih je varčevala le peščica finančnih strokovnjakov, medtem ko je ostalo prebivalstvo do sedaj varčevalo izključno v bankah, čeprav je tudi bančni sektor v večini teh držav relativno slabo razvit. Zato je veliko prihrankov tudi neposredno pri prebivalstvu. Glavna ovira za razvoj vzajemnih skladov je bila v večini držav poleg nizkega dohodka prebivalstva zagotovo slaba zakonodajna ureditev na področju investicijskih oziroma vzajemnih skladov. Vendar pa je večina držav na tem področju sprejela nove zakonodaje, ki sledijo smernicam EU oziroma t.i. UCITS direktivi, kar bo nedvomno pozitivno vplivalo na razvoj vzajemnih skladov (Heinemann, 2002). Realna konvergenca z EU, ki bo omogočila varčevanje širšim slojem prebivalstva, povečanje zaupanja v finančne posrednike, tudi DZU, in urejenost zakonodaje, predvsem pa njeno izvajanje v praksi, bodo glede na izkušnje nekaterih drugih držav glavni generatorji razvoja vzajemnih skladov v obravnavanih državah (Vittas, 1998).

5.4.1 Pregled trga vzajemnih skladov po državah

Hrvaška

Vzajemni skladi na Hrvaškem se razvijajo izjemno hitro. Prva odprti investicijski sklad oziroma vzajemni sklad je bil ustanovljen leta 1997. Leta 1999 so se mu pridružili še trije

vzajemni skladi, eden od njih, KD Viktorija, pod okriljem KD Investments Zagreb, podružnice slovenskega podjetja KD Group. Konec leta 2005 je 16 DZU upravljal 50 vzajemnih skladov. Že v začetku leta 2006 se jim je pridružilo še šest družb za upravljanje. Obseg neto sredstev vzajemnih skladov se je v letu 2005 podvojil in je konec leta znašal skoraj 1,2 milijarde evrov ali 269 evrov na prebivalca, kar je daleč največ med preučevanimi državami. Sredstva vzajemni skladov so tako predstavljala 2,42% celotnih sredstev finančnega sektorja. Čeprav je to manj kot v razvitih državah, pa je rast tega sektorja v primerjavi z ostalimi finančnimi sektorji bistveno večja (Hrvatska Narodna Banka, 2006). V hrvaških vzajemnih skladih naj bi varčevalo okrog 100.000 vlagateljev.

Tabela 10: Gibanje neto vrednosti sredstev v hrvaških vzajemnih skladih

Leto	2000	2001	2002	2003	2004	2005
NAV (mio €)	22,3	176,8	331,9	383,5	600,5	1195,5
Stopnja rasti (%)		693,8	87,7	15,6	56,6	99,1

Vir: Investicijski fondovi, 2006

Kljub relativno velikem številu družb za upravljanje in vzajemnih skladov je za trg značilna visoka koncentracija. Glavni igralec na trgu so banke. Konec leta 2005 so tako tri največje družbe za upravljanje upravljale z 73% vseh sredstev vzajemnih skladov. Na trgu so vse pomembnejše tuje, predvsem avstrijske družbe za upravljanje. Zanimivo je, da prevladujejo vzajemni skladi denarnega trga, v katere je vloženih preko 50% neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov, vendar se njihov delež iz leta v leto manjša. V zadnjih letih najhitreje rastoči delniški vzajemni skladi so konec leta 2005 še vedno razpolagali z le 8% neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov.

Razvoj vzajemnih skladov na Hrvaškem omogoča tudi kakovostna zakonodaja. Nov Zakon o investicijskih skladih, sprejet 15. decembra leta 2005, je stopil v veljavo s 1. januarjem 2006 in je usklajen z direktivami EU – t.i. UCITS zakonodajo. Prav tako sta z letom 2006 prenehali delovati Komisija za vrednostne papirje Republike Hrvaške in Agencija za nadzor pokojninskih skladov, ki ju je nadomestila Hrvaška agencija za nadzor finančnih storitev. Z novim zakonom je Hrvaški uspelo odpraviti bistvene pomanjkljivosti, ki so zavirale nadaljnji razvoj vzajemnih skladov: neodvisnost skrbnikov, jasen in transparenten način izračuna vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, prepoved transakcij s povezanimi osebami in ločenost naložb vzajemnih skladov od premoženja družb za upravljanje.

Zakon o investicijskih skladih jasno opredeljuje pravila delovanja tako družb za upravljanje kot samih vzajemnih skladov, s katerimi so vlagatelji veliko bolj zaščiteni kot do sedaj. Minimalni ustanovitveni kapital družbe za upravljanje znaša 1.000.000 kun ali okrog 135.000 evrov. Vzajemni sklad lahko poljubni del sredstev investira v tujino. Izjema so države

nekdanje Jugoslavije, kamor lahko sklad investira do 10% svojih sredstev. Najmanj dva člana uprave DZU morata imeti ustrezno strokovno znanje in tri leta izkušenj v na vodilnih položajih v podjetjih iz finančnega sektorja. Premoženje DZU je ločeno od premoženja sklada, v primeru stečaja DZU pa skrbniška banka skladu določi novega upravitelja. Zakon natančno določa pristojnosti in odgovornosti skrbniške banke. Zahtevo za izdajo dovoljenja za ustanovitev vzajemnega sklada mora DZU predložiti Hrvaški agenciji za nadzor finančnih storitev. Zahteva mora vsebovati naziv in naslov DZU, dovoljenje za upravljanje vzajemnih skladov, ime sklada, statut, prospekt, pogodbo z depozitno banko, izpisek iz sodnega registra in lastniško strukturo DZU (Zakon o investicijskim fondovima, 2005).

Bosna in Hercegovina

Zaenkrat v Bosni in Hercegovini vzajemni skladi ne obstajajo. Eden od razlogov je zagotovo splošno stanje gospodarstva, ki je zaenkrat še na nizki stopnji razvoja. Zakonodajni okvir sicer že obravnava določene finančne produkte, vendar pa jih sama stopnja gospodarskega razvoja enostavno ni sposobna podpreti. Verjetno bi posplošitev oziroma integracija zakonodaje znatno pripomogla k razvoju trga za individualne investicijske produkte, med katere sodijo tudi vzajemni skladi.

BiH sestavljajo tri entitete oziroma teritoriji, v smislu kapitalskih trgov sta pomembni Federacija BiH in Republika Srbska. V entiteti Federacije BiH sta glavna zakona, ki urejata delovanje kapitalskih trgov, Zakon o vrednostnih papirjih in Zakon o skladih, družbah za upravljanje in investicijskih skladih. Osrednje nadzorni organ je Komisija za trg vrednostnih papirjev Federacije BiH, z vrednostnimi papirji pa se trguje na Sarajevski borzi. V Republiki Srbski pa sta ključna Zakon o vrednostnih papirjih in Zakon o privatizacijskih investicijskih skladih in privatizacijskih družbah za upravljanje. Nadzorni organ je Komisija za vrednostne papirje Republike Srpske, trgovanje pa poteka preko borze v Banja Luki.

Podobno kot v ostalih republikah nekdanje Jugoslavije je proces transformacije lastniške strukture podjetij potekal preko certifikatov. V ta namen je Zakon o skladih omogočal ustanovitev privatizacijskih investicijskih skladov (t.i. PIF-ov), ki so zbirali certifikate in zbrana sredstva investirali v delnice podjetij. PIF-i so zaprti investicijski skladi. Vrednost sredstev v upravljanju privatizacijskih investicijskih skladov je konec leta 2004 znašala okrog 550 milijonov evrov. V Federaciji trenutno deluje 11, v Republiki Srbski pa 13 PIF-ov. (Banjalučka berza hartija od vrednosti, 2006). Komisiji za trg vrednostnih papirjev sta že leta 2004 predlagali spremembe Zakona o družbah za upravljanje in o investicijskih skladih, ki pa še nista bila sprejeta. Preoblikovanje PIF-ov v investicijske oziroma vzajemne sklade bo izjemno zapleteno predvsem zaradi dejstva, da je večina njihovih naložb netržnih. Poleg tega ima večina PIF-ov preveliko izpostavljenost do posameznih naložb.

Sprememba Zakona o investicijskih skladih je bil namenjena tudi pospešitvi ustanavljanja odprtih investicijskih skladov, kamor sodijo vzajemni skladi, in družb, ki sklade upravljajo. Družbe za upravljanje so po zakonu edine, ki imajo lahko v lasti vzajemne sklade. Trenutno ni v BiH nobenega vzajemnega sklada ali družbe za upravljanje (z izjemo tistih, ki upravljajo s PIF-i). Zakonodajni okvir je sicer soliden in v veliki meri sledi UCITS direktivi. Razvoj vzajemnih skladov zavirajo predvsem nekatere specifične značilnosti trga kapitala. Tako morajo skladi najmanj 90% svojega premoženja investirati v instrumente, s katerimi se trguje na sarajevski oziroma banjaluški borzi vrednostnih papirjev. S tem je onemogočeno vlagati vrednostne papirje, s katerimi se trguje na vodilnih svetovnih borzah, kar skladom onemogoča razpršiti tveganje, hkrati pa je problematična tudi likvidnost domačih vrednostnih papirjev. Poleg tega na domačem trgu kapitala dominirajo PIF-i in podjetja v državni lasti. Z PIF-i je ustvarjenega tudi največ prometa na sarajevski borzi. Minimalni ustanovitveni kapital za ustanovitev družbe za upravljanje, ki upravlja en vzajemni sklad, je milijon konvertibilni mark (cca. 500.000 evrov). DZU mora za vsak nadaljnji sklad povečati osnovni kapital za 250.000 konvertibilni mark oziroma 125.000 evrov.

Srbija in Črna Gora

V Srbiji in Črni Gori vzajemni skladi še ne obstajajo. Vendarle pa je v letu 2006 prišlo do velikega premika na zakonodajnem področju. V mesecu juniju so namreč sprejeli nov zakon o investicijskih skladih, kar je seveda prvi predpogoj za razvoj vzajemnih skladov na tem teritoriju. Zakon med drugim ureja delovanje družb za upravljanje in odprtih investicijskih skladov, med katere sodijo tudi vzajemni skladi.

Družbe za upravljanje ne smejo opravljati drugih dejavnosti razen ustanavljanja in upravljanja investicijskih skladov. Organizirane morajo biti kot zaprte delniške družbe. Minimalni ustanovitveni kapital družbe za upravljanje znaša 200.000 evrov, kapital pa se v času delovanja družbe za upravljanje ne sme spustiti pod to raven. Prav tako tudi minimalni znesek denarnih sredstev za začetek poslovanja vzajemnega sklada znaša 100.000 evrov. DZU lahko upravlja več skladov, vendar mora za vsak sklad zaposlovati posebnega upravljavca premoženja (portfolio managerja). Predsednik in najmanj polovica članov uprave DZU mora imeti vsaj triletno izkušnje v finančnem sektorju (Zakon o investicijskih fondih, 2006).

Nov zakon o investicijskih skladih vsaj na papirju omogoča dobro zaščito vlagateljev, saj zahteva, da družba za upravljanje dvakrat na leto razkrije vse pomembnejše podatke o poslovanju investicijskih skladov. Slednji morajo pred registracijo izpolniti številne zahteve (npr. prospekt, naložbeno politiko, obračunavanje NAV), s katerimi se želi povečati varnost vlagateljev. Nadzor nad delovanjem družb za upravljanje in investicijskih skladov je v rokah Komisije za trg vrednostnih papirjev. Zakon omejuje vzajemne sklade pri vlaganju v tuje

vrednostne papirje. Tako mora biti najmanj 85% premoženja sklada investiranih v vrednostne papirje domačih izdajateljev.

DZU naj bi s trženjem vzajemnih skladov pričele v začetku leta 2007. Verjetno bodo pri tem glavno vlogo odigrale tuje banke, ki so že prisotne v srbskem bančnem sektorju. Potencial srbskega trga družbe za upravljanje vidijo predvsem v prihrankih gospodinjstev, ki so ocenjeni na dobre tri milijarde evrov.

Makedonija

Makedonija ima slabo razvit kapitalski trg, vendarle pa sta se obseg trgovanja in tržna kapitalizacija v letu 2005 znatno povečali. Tako je tržna kapitalizacija makedonske borze konec leta 2005 znašala okrog 400 milijonov evrov. Vzajemni skladi (ali kakršnikoli drugi investicijski skladi) v Makedoniji zaenkrat ne obstajajo. Presenetljivo pa je, da že od leta 2000 obstaja Zakon o investicijskih skladih. Zakon je v dobršni meri usklajen z direktivo EU in zagotavlja zadovoljivo zaščito za vlagatelje, tako da je razloge za neobstoj vzajemnih skladov treba iskati drugje. Glavni razloga sta slabo razvit finančni sistem kot celota, v katerem je že delež bančni depozitov v BDP daleč pod evropskim povprečjem, in pa precejšnja politična nestabilnost, ki je odganjala tuje vlagatelje, med njimi tudi banke in družbe za upravljanje (Progress towards meeting the economic criteria for accession: 2005 Country Assessment, 2005). Poleg tega pa so tudi stroški za ustanovitev družbe za upravljanje razmeroma visoki. Minimalni ustanovitveni kapital namreč znaša 250.000 evrov v primeru, da DZU upravlja en vzajemni sklad. Za vsak dodatni sklad pa se mora osnovni kapital povečati za 125.000 evrov.

Bolgarija

Prvi bolgarski vzajemni skladi so se razvili iz privatizacijskih skladov. Do leta 2001 so v Bolgariji delovali le trije vzajemni skladi. Do hitrejšega razvoja vzajemnih skladov je prišlo po letu 2004. Konec leta 2005 je v Bolgariji delovalo 14 vzajemnih skladov, katerih neto vrednost sredstev je znašala dobrih 45 milijonov evrov. (The Bulgaria Sofiaecho News, 2006). Kljub temu, da to predstavlja več kot 164 odstotni porast glede na preteklo leto, so vzajemni skladi v Bolgariji še vedno na relativno nizki stopnji razvoja. To potrjuje tudi dejstvo, da je neto vrednost sredstev na prebivalca konec leta 2005 znašala skromnih 5,9 evra.

Tabela 11: Gibanje neto vrednosti sredstev v bolgarskih vzajemnih skladih

Leto	2000	2001	2002	2003	2004	2005
NAV (mio €)	4,2	4,2	5,3	8,5	17	45
Stopnja rasti (%)		0	26,2	60,4	100,0	164,7

Vir: Bulgaria Investment Guide 2006

Večina analitikov meni, da se bo neto vrednost sredstev vzajemnih skladov v letu 2006 najmanj podvojila. Potencial bolgarskega trga vzajemnih skladov se odraža v dejstvu, da sredstva vzajemnih skladov predstavljajo zgolj 0,5% BDP. Na povečanje sredstev naj bi vplivali predvsem vse večja priljubljenost vzajemnih skladov med vlagatelji, ki si želijo višjih donosov, in pa množičen vstop tuji družb za upravljanje na bolgarski trg. Trg upravljalcev je bil doslej zelo koncentriran, saj je glavna družba za upravljanje obvladovala več kot polovico vseh sredstev vzajemnih skladov. To se bo verjetno spremenilo, saj so svoj vstop na trg vzajemnih skladov že napovedale nekatere velike mednarodne družbe za upravljanje, npr. Raiffeisen Asset Management, ki od začetka leta 2006 ponuja 12 vzajemnih skladov (The Bulgaria Sofiaecho News, 2006). Poleg tega bo na razmah vzajemnih skladov vplivala tudi odstranitev restrikcij, ki so veljale za bolgarske institucionalne investitorje. Pokojninskim družbam in zavarovalnicam namreč ni več potrebno imeti 50% sredstev v državnih obveznicah, dobile pa so tudi večjo avtonomnost pri vlaganju v lastniške vrednostne papirje podjetij in vzajemnih skladov.

Zakonodajni okvir, ki ureja delovanje vzajemnih skladov v Bolgariji, je dobro razvit in omogoča ustrezno zaščito investitorjev. Za ustanovitev in upravljanje vzajemnega sklada mora družba za upravljanje nadzorni agenciji predložiti pravila upravljanja vzajemnega sklada in določanja neto vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, ustrezni organ za vodenje sklada, pogodbo z depozitarno institucijo in prospekt vzajemnega sklada. Neto vrednost sredstev vzajemnega sklada mora presegati 250.000 levov oziroma 125.000 evrov. Vzajemni skladi morajo imeti vsaj 10 odstotkov svoji sredstev v zelo likvidnih instrumentih, kot so denar, bančni depoziti in državnimi obveznicami z dospelostjo manj kot 90 dni. Vendar lahko v tuje vrednostne papirje investirajo do 50% svojega premoženja. V letu 2005 je prišlo do nekaterih sprememb in dopolnil k zakonu o družbah za upravljanje in investicijskih skladih, katerih namen je bilo poenostaviti njihovo delovanje. Predvsem naj bi šlo za možnosti ustanavljati več skladov po enim »dežnikom«, odpravo minimalnih kapitalskih zahtev oz. preložitve zagotovitve minimalnega obsega sredstev v roku enega leta od ustanovitve sklada, skrajšanja časa registracijskega postopka iz pol leta na dva meseca in vzpostavitev običajnih shem upravljanja. Slednje naj bi uveljavile dosledno ločevanje premoženje skladov od upravljalcev. Posledično naj bi več ne bilo mogoče, da bi skladi bili pravne osebe s svojo upravo.

Romunija

V Romuniji so vzajemni skladi zaenkrat na zelo nizki stopnji razvoja. Konec leta 2005 je skupna neto vrednost sredstev romunskih vzajemnih skladov znašala 118 milijonov evrov. Če

od tega odštejemo 26 milijonov evrov, kolikor so znašala sredstva treh posebnih vzajemnih skladov zaprtega tipa¹⁶, ki so nastali iz privatizacijskih investicijskih družb, je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov, ki so na voljo vlagateljem, znašala 92 milijonov evrov oziroma 5,3 evrov na prebivalca. Delež neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v BDP je zgolj 0,15%. Za primerjavo, depoziti v domači valuti pri bankah so konec leta 2005 znašali 5 milijard evrov, depoziti v tujih valutah pa 2,9 milijarde evrov, kar skupaj predstavlja 367 evrov na prebivalca. V letu 2005 se je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov povečala za slabi dve odstotni točki, kar je zanemarljivo v primerjavi z rastjo v letu 2004, ko se je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov povečala za skoraj 265%. Število fizičnih oseb, ki vlagajo v vzajemne sklade, je nekaj nižje od 70.000, kar je okrog 0,3% vseh prebivalcev Romunije.

Tabela 12: Gibanje neto vrednosti sredstev v romunskih vzajemnih skladih

Leto	2000	2001	2002	2003	2004	2005
NAV (mio €)	8,2	10	27	31,8	115,9	118
Stopnja rasti (%)		22,0	170,0	17,8	264,5	1,8

Vir: Investment Company Institute Fact Book 2005

V letu 2005 se je število vzajemnih skladov povečalo iz 20 na 28. Naglo se veča tudi število družb, ki upravljajo sklade. DZU so predvsem podružnice bank, ali pa prave družbe za upravljanje sredstev, med katere sodi tudi slovenska družba KD. Svoj vstop na trg vzajemnih skladov pa je že na začetku leta 2006 napovedalo še 6 DZU.

Za slabo razvitost vzajemnih skladov so DZU izpostavile tri temeljne vzroke. Nekaj vzajemnih skladov je sredi devetdesetih propadlo zaradi goljufij DZU, kar je zelo omajalo zaupanje prebivalstva v tovrstne finančne institucije. Upravljalci skladov so se soočali z zelo plitkim domačim kapitalskim trgom, kamor je moralo biti po tedanji zakonodaji vloženih 90% sredstev vzajemnih skladov. Poleg tega pa so bile obrestne mere na bančne depozite v zadnjem desetletju relativno visoke, kar je po mnenju analitikov zmanjševalo privlačnost vlaganja v vzajemne sklade.

Finančni oziroma investicijski posrednik, v našem primeru vzajemni sklad, mora za delovanje pridobiti dovoljenje Nacionalne komisije za trg vrednostnih papirjev, pri čemer mora biti izdajanje vrednostnih papirjev (ali točk v primeru vzajemnih skladov) na podlagi zbranih sredstev njegova edina dejavnost. Vzajemni skladi niso omejeni pri investiranju v tujino,

¹⁶ To niso pravi zaprti skladi. V to skupino sodijo zato, ker je za dvig sredstev iz skladov pred iztekom določenega petletnega obdobja predpisana visoka izstopna provizija.

vendar pa mora DZU vnaprej opredeliti, ali bo vzajemni sklad vlagal v tujino ali ne. Tako lahko posamezen vzajemni sklad vlaga samo na domači trg kapitala ali pa samo v tujino. Minimalni ustanovitveni kapital za vzajemni sklad znaša 25.000 evrov. Vzajemne sklade morajo upravljati DZU, ki morajo biti organizirane kot delniške družbe. Tudi te morajo za delovanje pridobiti dovoljenje Nacionalne komisije za trg vrednostnih papirjev. Najmanj dva od pomembnejših delničarjev morata biti kreditni ali finančni instituciji. Več kot polovica članov uprave DZU mora imeti izkušnje na vodilni mestih v finančni industriji. Minimalni ustanovitveni kapital DZU znaša 125.000 evrov.

Rusija

Podobno kot v večini tranzicijskih držav so se tudi v Rusiji prvi vzajemni skladi razvili iz investicijskih privatizacijskih skladov. V nasprotju z začetnimi pričakovanji pa se večina teh skladov ni razvila v kredibilne finančne posrednike. Glavni razlog zato je bil predvsem izjemno slaba pravna ureditev, ki ni nudila ustrezne zaščite malim delničarjem. Mnogo skladov je zato propadlo, ali pa so se preoblikovali v holdinške družbe. V zadnjih letih vzajemni skladi beležijo izjemno rast neto vrednosti sredstev. Neto vrednost sredstev vzajemnih skladov se je v posameznih letih tudi podvojila, vendar pa je stopnja razvitosti trga vzajemnih skladov še vedno relativno nizka. Visoke stopnje rasti so predvsem odraz zelo nizke osnove in pa velikosti trga. Poleg tega je bil ruski kapitalski trg v zadnjih štirih letih med najdonosnejšimi kapitalskimi trgi na svetu. Glavni borzni indeks RTS je v letu 2005 pridobil 85%. Dvig tečajev delnic se je odrazil tudi v povečanju neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov. Kljub temu je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca konec leta 2005 znašala skromnih 13,6 evra. Število vzajemnih skladov, ki so prisotni na ruskem trgu, se je v tem letu povečalo s 210 na 257, pri čemer je kljub koncentraciji sredstev vse več tujih skladov.

Tabela 13: Gibanje neto vrednosti sredstev v ruskih vzajemnih skladih

Leto	2000	2001	2002	2003	2004	2005
NAV (mio €)	186,3	330,2	376,1	752,3	1.082,9	1.933,6
Stopnja rasti (%)		77,2	13,9	100,0	43,9	78,6

Vir: Investment company factbook 2006

Pomanjkanje zaupanja prebivalstva v finančni sistem, še zlasti po finančni krizi leta 1998 je zelo negativno vplivalo na uveljavitev novih finančnih produktov in s tem vzajemnih skladov. Že v tretjem poglavju smo videli, da finančne krize statistično značilno negativno vplivajo na razvoj vzajemnih skladov (Fernando et al., 2003, str. 16). Precejšen napredek Rusije pri stabilizaciji makroekonomskega okolja v zadnjih letih je zato za razvoj vzajemnih skladov še toliko bolj pomemben. Prav tako bo verjetno na povečanje neto vrednosti sredstev vzajemnih

skladov vplivala tudi pokojninska reform, ki je bila sprejeta že leta 2003. Ta namreč opredeljuje, da se bo dobršen del sredstev za pokojnine vezan na vzajemne sklade.

Nadzor nad delovanjem vzajemnih skladov izvaja Zvezna komisija za trg vrednostnih papirjev, ki sodi pod okrilje Zvezne agencije za finančne trge. Slednja nadzira tudi delovanje DZU, ki ga ureja Zakon o investicijskih skladih. Čeprav so bili v Rusiji investicijski skladi opredeljeni kot eden ključnih elementov za reformo finančnega sektorja, je ruska zakonodajna ureditev še vedno daleč od evropskih standardov. Ena izmed najbolj izrazitih slabosti je gotovo nenatančna opredelitev notranjih informacij in neprimerno kaznovanje njihovega izkoriščanja. Agencija za nadzor si je preganjanje trgovanja na podlagi notranjih informacij postavila kot eno ključnih nalog, s katerimi želi izboljšati zaupanje v domači finančni sistem. Poleg tega sta kritični slabosti še premajhno in preredko razkrivanje informacij o samem delovanju vzajemnih skladov in korupcija, preko katere se formirajo vodilni položaji v samih DZU. Za bolj transparentno delovanje DZU je bilo ustanovljeno tudi Združenje upravljavcev skladov, ki sicer nima formalne moči, vendar pa daje smernice in opozarja na nepravilnosti pri upravljanju vzajemnih skladov.

Ena od posebnosti ruskih vzajemnih skladov je davčni režim. Vzajemni skladi ne plačujejo davka od dobička, prav tako pa tudi ne davka na prejete dividende. Davek na dohodek posameznih vlagateljev pa plačuje DZU, s čemer se je skušalo povečati privlačnost vlaganja v vzajemne sklade. Vlaganje pravnih oseb v vzajemne sklade se je vzpodbujalo z tem, da so se vstopne provizije lahko uporabljale kot davčni ščit, ki je zmanjševal davčno osnovo pri plačilu davka na dobiček. Tako, podobno kot pri zavarovalniškim shemah, v preteklosti veliko sredstev vzajemnih skladov sploh ni bilo vloženih v delnice ali obveznice. Spremembe davčne zakonodaje in boljša investicijska klima počasi odpravljajo tovrstne težave pri vlaganju v vzajemne sklade (The Economist Intelligence Unit, 2005).

Vzajemni skladi imajo po mnenju analitikov velik potencial. Vlagatelji so vse bolj finančno izobraženi, njihov časovni horizont vlaganj pa vse daljši. Nadaljnjemu hitremu razvoju vzajemnih skladov v Rusiji zagotovo v prid govori tudi dejstvo, da ima rusko prebivalstvo pri sebi med 30 in 80 milijard ameriških dolarjev, ki se počasi selijo v finančne institucije, tudi vzajemne sklade.

Ukrajina

IMF, Svetovna Banka in EBRD smatrajo razvitost nebančnega finančnega sektorja kot dober pokazatelj razvitosti celotnega sistema (Ukraine Financian Sector Rewiev, 2004). Ukrajinski nebančni finančni sektor, kamor sodijo tudi investicijski skladi, je slabo razvit. V preteklih

letih je bil zelo skromen tudi obseg trgovanja na kapitalskih trgih¹⁷, ki pa se je v letih 2004 in predvsem 2005 bistveno povečal. Zakon o delovanju vzajemnih skladov je bil sicer sprejet že leta 2001, a sta ob koncu leta 2005 v Ukrajini delovala le dva vzajemna sklada, ki ju je upravljala domača družba za upravljanje Dragon Capital. Raiffeisen Bank, druga največja bančna skupina v Ukrajini, je najavila, da bo s trženjem vzajemnih skladov začela v letu 2006. Podobne načrte imajo tudi nekatere velike ruske družbe za upravljanje (Pioglobal Asset Management, 2006).

Prvi investicijski skladi so se v Ukrajini pojavili v času tranzicije. V njihovih premoženjih so večinoma netržne naložbe. Sredstva v upravljanju vseh investicijskih skladov so ocenjena na 68 milijonov evrov, kar je predstavljalo zanemarljivih 0,13% BDP (IMF Selected Issues, 2005). Preoblikovanje privatizacijskih investicijskih družb v vzajemne sklade se odvija počasi.

Za razvoj vzajemnih skladov je, podobno kot za ostale finančne storitve, ključno zaupanje prebivalstva. Ukrajina je žal znana po številnih ukrepih in primerih slabe prakse, ki so zasejali dvom prebivalstva v poštenost finančnih institucij. Gospodarstvo je še vedno ujeto v spone korupcije, ki je prisotna na vseh ravneh. Zakonodaja je ohlapna, njeno izvajanje v praksi pa neučinkovito. Za pravosodni sistem so značilni dolgotrajni postopki in nepredvidljivost. Pretirana regulacija in vmešavanje vlade v poslovne odločitve negativno vplivata na gospodarski razvoj. Veliko število vlagateljev se pritožuje nad davčni uradom, ki možnost davčne preiskave zlorablja za uveljavljanje gospodarskih ali političnih interesov. Velika ovira za poslovanje družb v Ukrajini je tudi nelojalna konkurenca, ki jo omogočajo lokalne oblasti s privilegiranjem določenih družb, in pa velik delež sive ekonomije v BDP. Za tuje družbe je dodatna ovira resolucija Ukrajinske narodne banke iz leta 2004, po kateri morajo vsa sredstva, ki so vložena v Ukrajino, preko posebnih komercialnih bank. Te banke sredstva pretvorijo v domačo valuto, ob repatriaciji pa nazaj v tujo. V poslovnih in bančnih krogih menijo, da država z bolj zapletenimi in dražjimi mednarodnimi transferji po nepotrebnem odganja tuje investitorje.

Tudi zakonodajni okvir, ki ureja delovanje kapitalskih trgov, zaostaja za mednarodnimi standardi. Osnovna infrastruktura za delovanje kapitalskega trga sicer obstaja, prav tako nadzorna agencija, vendar je zakonodaja premalo dovršena. Odločitve Komisije za trg vrednostnih papirjev so svetovalne narave, sodišča jih pogosto ne upoštevajo. Zakon ne omogoča ustrezne zaščite malih delničarjev, saj trgovanje z notranjimi informacijami, odtujevanje sredstev podjetij in podobne transakcije niso dosledno sankcionirane. Poleg tega se investitorji srečujejo še z vseskozi spreminjajočimi se računovodskimi standardi in

¹⁷ V Ukrajini deluje 8 borz, največja je PFTS, preko katere je opravljeno 92% trgovanja.

pomanjkanjem informacij o poslovanju podjetji. V takem okolju je bilo do sedaj malo možnosti za razvoj vzajemnih skladov kljub temu, da se je z »Zakonom o kolektivnih investicijskih institucijah«, sprejetim leta 2001, želelo vzpodbuditi njihovo delovanje (Investment Climate Statement, 2005).

Moldavija

Prvi investicijski skladi so se v Moldaviji podobno kot v večini tranzicijskih držav pojavili v zgodnjih devetdesetih letih, ko je država razdelila vavčerje oz. certifikate v procesu privatizacije premoženja, vendar se je zaenkrat še nobeden ni preoblikoval v vzajemni sklad. Eden od razlogov je slabo razvit kapitalski trg, ki je odraz makroekonomske nestabilnosti in nizke stopnje razvoja celotnega gospodarstva. Dovolj zgovorno je dejstvo, da je še leta 2004 siva ekonomija predstavljala okrog 60% celotnega BDP-ja. Zakonodaja trga vrednostnih papirjev je v veliki meri prevzeta od ZDA, vendar ni dovolj prilagojena potrebam in realnosti Moldavije. Poleg tega je zelo problematično njeno dejansko uveljavljanje. Velik problem za razvoj kapitalskega trga in hkrati vzajemnih skladov pa je tudi slaba zaščita delničarjev in slabo upravljanje s podjetji (Fadeeva, 2004, str. 10).

Delovanje investicijskih skladov ureja Zakon o investicijskih skladih, sprejet leta 1997. V Moldaviji zakon omogoča tri tipe investicijskih skladov: vzajemne sklade; intervalne sklade, pri katerih lahko vlagatelji unovčijo točke v določenih časovnih intervalih, in zaprte investicijske sklade. Konec leta 2005 je v Moldaviji delovalo 6 investicijskih skladov, ki so upravljali okrog 50 milijonov evrov, vendar nobeden od njih ni bil vzajemni sklad. Prevladuje mnenje, da investicijski skladi slabo vplivajo na moldavski finančni sistem, saj niso zainteresirani za odprodajo naložb, ki bi zmanjšali njihov vpliv v posameznih podjetjih, hkrati pa niti ne privabljajo svežega kapitala z novimi izdajami delnic. Med ukrepi za odpravo tovrstnih težav se je omenjalo »preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade v določenem časovnem okvirju hkrati z zahtevami po večji razpršitvi premoženj vzajemnih skladov«, s ciljem preoblikovati investicijske družbe do 1. januarja leta 2005, vendar se to ni zgodilo.

Kazahstan

V Kazahstanu se je z sprejetjem Zakona o investicijskih skladih leta 1998 začel proces preoblikovanja investicijskih privatizacijskih skladov v investicijske sklade. Takrat so nastale tudi prve družbe za upravljanje in vzajemni skladi. Nov Zakon o investicijskih skladih, sprejet leta 2004, je prinesel nekatere novosti, predvsem pa bolj natančno določa pravni status, posebnosti ustanovitve, upravljanje in potek likvidacije vseh vrst investicijskih skladov, tudi vzajemnih skladov. Sicer uradni podatki o obsegu sredstev v upravljanju vzajemnih skladov

niso dostopni. Po nekaterih ocenah se obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov giblje med 150 in 200 milijoni ameriških dolarjev (Investfunds, 2006). Kazahstan je sicer znan po dobro razvitem bančnem sistemu, zato ne bi bilo presenečenje, če bi se hitet razvoj doživeli tudi vzajemni skladi.

6 Napoved neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v državah JVE in SND

Cilj tega poglavja je napovedati neto vrednost sredstev v upravljanju vzajemnih skladov v obravnavanih državah za obdobje 2006 – 2015. Na podlagi teh napovedi bom ob upoštevanju nekaterih dodatnih dejavnikov ocenil, v katerih državah je vstop na trg vzajemnih skladov smiseln in pomeni priložnost za slovenska podjetja. Ocena obsega neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov bo narejena v dveh korakih. V prvem bom napovedal ključni spremenljivki, za katere se je v četrtem poglavju izkazalo, da najbolj značilno vplivata na neto vrednost sredstev vzajemnih skladov, nato pa bom z izbranim regresijskim modelom napovedal, kako naj bi se le-ta gibal v prihodnjem obdobju.

6.1 Napoved BDP in obrestnih mer

V četrtem poglavju je bilo z multivariatno analizo ugotovljeno, da na obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov najbolj pomembno vplivata BDP na prebivalca in obrestne mere. V tem delu so predstavljene napovedi omenjenih kategorij za obravnavane države v obdobju 2006 – 2015.

Za napovedovanje BDP na prebivalca sem, če so bile narejene, uporabil napovedi Euromonitorja in IMF. V primeru, da sta bili na razpolago obe napovedi, sem upošteval povprečje obeh ocen. Za nekatere države so bili na razpolago napovedi nominalnega BDP v lokalni valuti, deviznih tečajev in števila prebivalcev za celotno napovedno obdobje. Za države, kjer podatki niso bili na razpolago za celotno napovedno obdobje (za Srbijo, Makedonijo in Moldavijo obstajajo napovedi IMF in Euromonitorja le do leta 2012), sem BDP napovedal s pomočjo lastnih ocen realnih gospodarskih rasti in inflacije. Pri napovedih gospodarske rasti sem za Srbijo uporabil povprečje ostalih balkanskih držav in ga znižal za eno odstotno točko, saj srbsko gospodarstvo pri izvajanju reform še vedno zaostaja za ostalimi državami. V Makedoniji naj bi gospodarstvo raslo z realno stopnjo rasti, enako povprečju balkanskih držav, za Moldavijo pa so sem kot realno stopnjo gospodarske rasti uporabil povprečje Rusije in Romunije, zmanjšano za eno odstotno točko. Moldavija je namreč gospodarsko zelo odvisna od omenjenih držav. Napoved je sicer optimistična, vendar je zaradi

nizke začetne osnove takšna gospodarska rast dosegljiva. Napoved inflacijskih stopenj je temeljila na pričakovani dolgoročni vključitvi v EU, zato sem inflacijske stopnje v državah, za katere podatki niso bili na voljo za celotno napovedno obdobje, skozi leta zniževali proti povprečni inflaciji v EU, ki ji je bil dodan pribitek na podlagi ocene dosežene konvergenca v letu 2015. V tabeli 14 so prikazane napovedi BDP na prebivalca v obravnavanih državah.

Za napovedovanje obrestnih mer sem napravil nekaj predpostavk, s katerimi sem prišel do ocen trimesečnih¹⁸ medbančnih obrestnih mer v celotnem napovednem obdobju. Prva predpostavka je, da bodo obrestne mere v obravnavanih državah počasi konvergirale k povprečju EU.

Tabela 14: Napoved BDP p.c. v obravnavanih državah za obdobje 2006 – 2015 (v €)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Hrvaška	7.356	8.594	9.822	11.075	12.378	13.744	15.086	16.479	17.883	19.422
BIH	1.964	2.110	2.247	2.394	2.534	2.694	2.862	3.044	3.242	3.458
SČG	2.384	3.052	3.440	3.808	3.973	4.080	4.183	4.285	4.389	4.494
Makedonija	2.177	2.365	2.504	2.651	2.808	2.978	3.149	3.328	3.514	3.723
Bolgarija	3.256	3.730	4.093	4.474	4.906	5.438	6.097	6.896	7.808	8.872
Romunija	4.409	4.832	5.314	5.921	6.497	7.096	7.728	8.342	8.929	9.585
Rusija	5.535	6.900	7.827	8.822	9.681	10.352	10.846	11.734	12.624	13.344
Ukrajina	1.702	2.139	2.517	2.943	3.448	4.134	4.946	5.903	7.067	8.467
Kazahstan	3.359	3.870	4.127	4.378	4.631	4.922	5.243	5.596	5.997	6.442
Moldavija	739	974	1.115	1.259	1.399	1.537	1.658	1.753	1.841	1.932

Vir: Euromonitor, IMF, lastni izračuni

Ker so bile povsod po svetu obrestne mere v zadnjih dveh letih na zgodovinsko nizkih ravneh, sem za ciljno obrestno mero, h kateri naj bi konvergirale obrestne mere v obravnavanih državah, uporabil povprečje povprečnih obrestnih mer za EU 15 in Evroobmočja za zadnjih pet let, ki znaša 3%.

¹⁸ Trimesečne medbančne obrestne mere so bile uporabljene tudi v analizi v četrtem poglavju. Argument za uporabo trimesečnih medbančnih obrestnih mer je dejstvo, da so bile za vse »testne« države le slednje na voljo za celotno obdobje analize 2000 – 2005 (npr. v Sloveniji smo desetletno obrestno mero dobili šele z izdajo desetletnih državnih obveznic leta 2004). Pri tem sem predpostavil, da so tudi trimesečne medbančne obrestne mere dober pokazatelj za gibanje ostalih obrestnih mer in s tem pojanjsujejo gibanje neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov, kar se je potrdilo tudi v sami analizi.

Tabela 15: Povprečne medbančne trimesečne obrestne mere v EU 15 in Evroobmočju (v %)

	2001 (%)	2002 (%)	2003 (%)	2004 (%)	2005 (%)	Povprečje (%)
EU 15	4,4	3,48	2,6	2,55	2,63	3,13
Evro območje	4,26	3,32	2,33	2,11	2,19	2,84

Vir: Eurostat

Nato sem za vsako od držav na podlagi podatkov o gibanju obrestnih mer v obdobju 1999 – 2004 poiskali obliko regresijske funkcije, ki je najbolje pojasnjevala gibanje obrestnih mer v preteklosti (to je funkcija, ki je imela najvišji determinacijski koeficient). Za Makedonijo, ki je navedena zgolj za ponazoritev uporabljene metodologije, je bila to logaritemska funkcija. Z dobljeno regresijsko enačbo, ki je za Makedonijo znašala:

$$[2] \quad y = -2,1138 \cdot \ln(x) + 11,957,$$

sem nato ocenil obrestne mere za celotno napovedno obdobje. Če so se za katero izmed držav ocenjene obrestne mere pred koncem napovednega obdobja znižale pod 3,5% (kar je uporabljena konvergenčna obrestna mera z 0,5% pribitkom), sem jih do konca napovednega obdobja pustil na tej ravni.

Za večino držav sem uporabili podoben postopek, ki se je razlikoval le v obliki uporabljene funkcije za napovedovanje obrestnih mer. Za Srbijo, Makedonijo in Romunijo so bile uporabljene logaritemske funkcije, za Rusijo, Ukrajino, Kazahstan in Moldavijo pa potenčne funkcije. Razlog za uporabo funkcij različnih oblik je dejstvo, da so imele za različne države največjo pojasnjevalno moč funkcije različnih oblik. Za Hrvaško, kjer so bile trimesečne medbančne obrestne mere nekaj časa malo nad povprečjem EU 15, se potem spustile pod povprečje in ga v letu 2004 spet malenkostno presegle, sem obrestno mero arbitrarno zniževal proti 3 odstotkom leta 2015, ko bo Hrvaška verjetno že članica EU. V Bosni in Hercegovini in Bolgariji, kjer je v veljavi valutni odbor¹⁹, so bile v preteklosti obrestne mere na ravni EU 15 oziroma Evro območja, zato so tudi v napovedih ocenjene na podobno raven. Ocenjene trimesečne medbančne obrestne mere v obravnavanih državah za obdobje 2006 – 2015 so prikazane v tabeli 16.

¹⁹ Ang. Currency Board: za ves denar v domači valuti na voljo 100% rezerve v valuti, na katero je domača valuta vezana. V praksi pomeni nepreklicno vezavo tečaja na eno od trdnih tujih valut, v tem primeru evro (pred tem pa DEM).

Tabela 16: Ocenjene trimesečne medbančne obrestne mere za obdobje 2006-2015 (v %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Hrvaška	4	4	3,7	3,7	3,5	3,5	3,3	3,3	3	3
BIH	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Srbija	7,89	6,85	5,91	5,06	4,29	3,58	3,50	3,50	3,50	3,50
Makedonija	7,56	7,31	7,09	6,89	6,70	6,54	6,38	6,23	6,10	5,97
Bolgarija	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Romunija	14,73	13,22	11,87	10,64	9,53	8,50	7,55	6,67	5,84	5,06
Rusija	5,80	5,32	4,93	4,60	4,31	4,07	3,86	3,67	3,50	3,50
Ukrajina	6,51	5,92	5,43	5,02	4,67	4,38	4,12	3,89	3,69	3,51
Kazahstan	6,29	5,95	5,66	5,41	5,19	5,00	4,83	4,67	4,53	4,40
Moldavija	7,96	7,41	6,95	6,56	6,22	5,92	5,66	5,43	5,22	5,03

Vir: Lastni izračuni

Ocenjujem, da se bodo obrestne mere v vseh obravnavanih državah zniževale. To je logičen proces, ki pa ga je nemogoče z gotovostjo napovedovati, še posebej v območjih, ko so obrestne mere pod 10%. Vendarle pa bo zniževanje obrestnih mer pozitivno vplivalo na razvoj vzajemnih skladov v obravnavanih državah.

6.2 Ocena neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v obravnavanih državah v obdobju 2006 - 2015

Ocena velikosti neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v obravnavanih državah je zagotovo eden ključnih ciljev tega magistrskega dela. Za napovedovanje je uporabljen že opisani regresijski model:

$$(1) \text{NAV p.c.} = -307,1 + 0,10 \text{ BDP p.c.} - 17,36 \text{ kratkoročne obrestne mere}$$

Ker neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca ne more biti negativna, je model specificiran tako, da je v primeru negativne vrednosti napovedi, ki je možna zaradi negativne vrednosti konstante, neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca ocenjena na nič. V primeru, da so napovedi neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov za določene države v posameznih letih negativne, pa v teh državah vzajemni skladi že obstajajo, potem so neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca ocenjene s tehniko glajenja do prvega leta, v katerem je napovedana neto vrednost sredstev vzajemnih skladov večja kot dejanska vrednost konec leta 2005. Tovrsten pristop je uporabljen za Srbijo, Bolgarijo, Romunijo, Ukrajino in Kazahstan. Ker model upošteva gibanje pojasnjevalnih spremenljivk v neki državi, ocenjene vrednosti v določenih državah v začetnih letih napovedovanja nekoliko odstopajo od dejanskega stanja. Vendar menim, da model upošteva dolgoročne zakonitosti

razvoja vzajemnih skladov, ugotovljene na podatkih testnih držav EU 8, zato so dolgoročne napovedi modela realne.

Tabela 17: Ocena neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov p.c. za obdobje 2006-2015 (€)

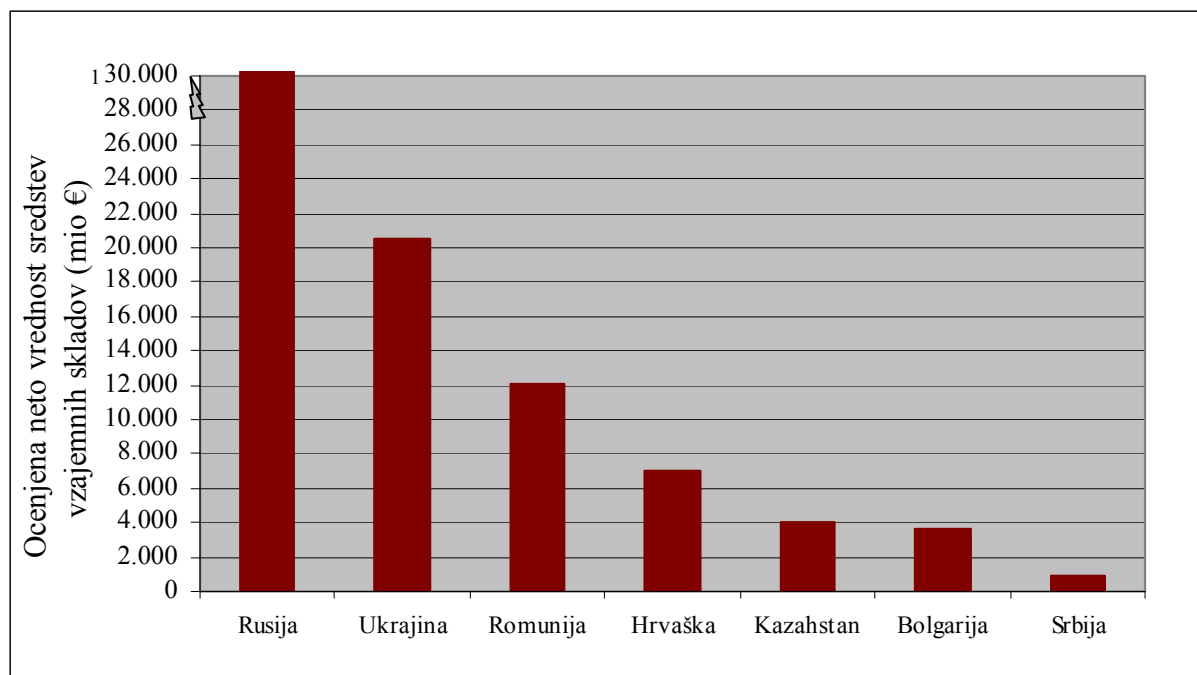
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Hrvaška	269	359	483	611	736	870	1.007	1.144	1.284	1.429	1.583
BIH	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SCG	0	0	2	4	8	16	39	51	61	71	82
Makedonija	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bolgarija	6	9	14	50	88	132	185	251	331	422	528
Romunija	5	8	12	18	100	177	255	335	411	485	564
Rusija	14	146	291	390	495	586	658	711	803	895	967
Ukrajina	1	2	4	7	11	18	30	116	216	336	479
Kazahstan	10	14	19	27	37	66	98	133	171	214	261
Moldavija	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Vir: Lastni izračuni

Po ocenah uporabljenega modela je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov v Bosni in Hercegovini, Makedoniji in Moldaviji ocenjena na nič do konca napovednega obdobja. Zanimivo je, da ravno v teh državah vzajemni skladi tudi dejansko ne obstajajo. Ker pa tovrstne ocene vendarle niso najbolj logične, lahko za te države kvalitativno predpostavimo, da bo ob koncu napovednega obdobja neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v teh državah približno na ravni najmanj razvitih držav EU 8, Litve in Latvije konec leta 2005, kjer je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca znašala okrog 40 evrov.

Velikost absolutnih vrednosti sredstev vzajemnih skladov bo odražala velikost države. Izjema je Hrvaška, kjer bodo vzajemni skladi po obsegu neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov pred nekaterimi večjimi državami.

Slika 6: Ocenjene absolutne neto vrednost sredstev vzajemnih skladov v letu 2015



Vir: Lastni izračuni

Iz ocen neto vrednosti vzajemnih skladov v obdobju 2006 – 2015 je razvidno, da bodo stopnje rasti neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v obravnavanih državah relativno visoke. Povprečna letna stopnja rasti neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca bo v tem obdobju znašala med 85% v Ukrajini in 19% na Hrvaškem, za vse države pa v povprečju za omenjeno obdobje znaša 52%. Za vsako državo so letne stopnje rasti neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca natančneje prikazane v naslednjem poglavju.

7 Priložnosti na trgu vzajemnih skladov v obravnavanih državah

V prejšnjem poglavju so prikazane napovedi neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v obravnavanih državah za obdobje 2006 – 2015. Ocene kažejo, da bodo v večini držav vzajemni skladi po obsegu neto vrednosti sredstev nekajkrat večji kot konec leta 2005. To niti ni presenetljivo ob dejstvu, da so vzajemni skladi v svetu že nekaj časa eden vodilnih in najhitreje razvijajočih se finančnih produktov, v obravnavanih državah pa so, z izjemo Hrvaške, na samem začetku razvoja ali pa sploh ne obstajajo. Če bi kot kriterij za ugotavljanje

priložnosti upošteval samo ocenjeno rast neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v obdobju 2006 – 2015, bi lahko dejal, da priložnosti na trgih vzajemnih skladov v večini obravnavanih držav obstajajo. Vendar pa bi to bila preveč splošna ocena, saj je ob upoštevanju nekaterih dodatnih dejavnikov potrebno opozoriti tudi na tveganja, s katerimi bi se DZU lahko soočile ob delovanju na teh trgih. Zato bom v nadaljevanju obravnaval vsako državo posebej in poleg napovedanega obsega neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov upošteval še stanje na področju zakonodaje, konkurence in stroškov delovanja vzajemnih skladov v določeni državi. Za vsako državo bom prikazal, kolikšna je diskontirana doba povračila investicije za delovanje na trgu vzajemnih skladov ob predpostavljenem 0,5% tržnem deležu. Poleg tega bom skušal oceniti, kolikšen bi moral biti tržni delež DZU in s tem povezan obseg neto vrednosti sredstev v upravljanju v določeni državi, da bi bila neto sedanja vrednost (v nadaljevanju NPV) projekta, to je ustanovitve in upravljanja vzajemnih skladov, konec napovednega obdobja leta 2015 enaka nič, torej bi DZU dosegel točko preloma. Ob tem je potrebno poudariti, da je zaradi razlik v velikosti posameznih trgov vzajemnih skladov in konkurence, ki je prisotna na teh trgih, na nekaterih trgih bistveno težje doseči določene tržne deleže kot na drugih. Tveganja se delno odražajo že v uporabljenih diskontnih stopnjah – tehtanih stroških kapitala. Tako bom za Bolgarijo in Romunijo uporabil 10% diskontno stopnjo, za Hrvaško 11%, Srbijo in Rusijo 13% in Ukrajino 14% diskontno stopnjo. Pri izračunih bom pri vseh državah predpostavljal, da:

- je potrebno ustanoviti DZU, ki bo upravljal z dva vzajemna sklada,
- bo vsak DZU zaposloval štiri ljudi: direktorja, dva upravljavca sredstev/analitika in administratorja,
- da se na neto plače zaposlenih plača prispevke v višini 75%,
- da bo vsak sklad zaračunaval 2% upravljavsko provizijo,
- da bo vsak sklad zaračunaval 2% vstopno provizijo, ki pa bo namenjena tistemu, ki bo sklad tržil, saj DZU nima lastne prodajne mreže,
- se bo dejavnost opravljala v 50m² velikem poslovnem prostoru v bližini centra glavnega mesta določene države,
- da bo direktor iz matične DZU prebival v najetem stanovanju, prav tako v bližini centra, in
- da stroški opreme (računalniki, ipd.) znašajo 20.000 evrov.

Hrvaška

Hrvaška je v ekonomskem smislu najbolj razvita med obravnavanimi državami. Enako je z vzajemnimi skladi, katerih neto vrednost sredstev je že pred koncem leta 2005 presegla milijardo evrov. Po mojih ocenah se bodo vzajemni skladi hitro razvijali tudi v prihodnje, in tako naj bi neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca ob koncu leta 2015 znašala preko 1.500 evrov.

Tabela 18: Neto vrednost sredstev in stopnja rasti v letu 2005 in ocenjena neto vrednost sredstev v hrvaških vzajemnih skladih in stopnje rasti v obdobju 2006 -2015

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NAV (mio €)	1.195	1.595	2.145	2.712	3.266	3.857	4.458	5.062	5.672	6.306	6.975
NAV p.c. (€)	269	359	483	611	736	870	1.007	1.144	1.284	1.429	1.583
Rast (%)	99,1	33,5	34,4	26,4	20,4	18,1	15,6	13,6	12,0	11,2	10,6

Vir: Lastni izračuni

Pozitiven argument za vstop na hrvaški trg vzajemnih skladov je zagotovo dobra zakonodajna ureditev področja investicijskih skladov, ki je usklajena z UCITS direktivo. Zakonodaja med drugim ne omejuje deleža sredstev posameznega vzajemnega sklada, ki je lahko investiran na razvite trge kapitala, kar je zelo pomembno z vidika likvidnosti, ki je nujen element delovanja vzajemnih skladov. Poleg tega tudi obe domači borzi beležita vse večje obsege trgovanja. Na drugi strani pa močna konkurenca, predvsem s strani avstrijskih bank, ki imajo prednost pred posameznimi DZU v široki prodajni mreži, preko katere lahko tržijo vzajemne sklade, zmanjšuje privlačnost hrvaškega trga vzajemnih skladov. Na Hrvaškem je konec leta 2005 delovalo 50 vzajemnih skladov, njihovo število pa se je v letu 2006 še povečalo.

Ustanovitveni kapital za DZU na Hrvaškem znaša 135.000 evrov, za vsak posamezen sklad pa še 75.000 evrov. Ocenjena neto plača predsednika uprave DZU znaša 4.000 evrov, prvega upravitelja premoženja 1.800 evrov, drugega upravitelja premoženja 1.500 evrov in administratorja 700 evrov. Najem poslovnega prostora znaša 30 evrov/m², najem stanovanja 600 evrov mesečno in ostali stroški 1.000 evrov mesečno. Stopnja davka na dobiček pravnih oseb znaša 20%.

Diskontirana doba povračila bi v primeru, da bi DZU na Hrvaškem trgu dosegal 0,5% tržni delež, znašala 7,7 let. Tržni delež, ki bi zagotavljal, da bi bila NPV ustanovitve DZU in upravljanja dveh vzajemnih skladov konec leta 2015 večja od 0, znaša 0,45%. To pomeni, da bi morala konec leta 2015 neto vrednost sredstev v vzajemnih skladih znašati preko 31 milijonov evrov.

**Tabela 19: Ocenjeni denarni tokovi ob 0,45% tržnem deležu na hrvaškem trgu
vzajemnih skladov (v 1000 €)**

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Začetni vložek (DZU)	-285,0									
Oprema	-20,0									
Sredstva v skladih		5.000,0	10.000,0	14.698,0	17.354,8	20.061,6	22.781,0	25.521,9	28.378,3	31.386,8
Prihodek od provizije		100,0	200,0	294,0	347,1	401,2	455,6	510,4	567,6	627,7
Strošek plač		168,0	168,0	168,0	168,0	168,0	168,0	168,0	168,0	168,0
Strošek poslovnega prostora		20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4
Strošek stanovanja		7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Ostali stroški		72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0
Amortizacija opreme		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Dobiček iz poslovanja		-169,6	-69,6	24,4	77,5	131,6	186,0	240,8	298,0	358,1
Davek		0,0	0,0	4,9	15,5	26,3	37,2	48,2	59,6	71,6
Denarni tok iz poslovanja		-169,6	-69,6	19,5	62,0	105,3	148,8	192,7	238,4	286,5
Neto denarni tok		-167,6	-67,6	21,5	64,0	107,3	150,8	194,7	240,4	288,5
Diskontirani denarni tok		-151,0	-54,9	15,7	42,2	63,7	80,6	93,8	104,3	112,8

Vir: Lastni izračuni

Državno tveganje je na Hrvaškem razmeroma majhno. Potencialno tveganje predstavlja velik zunanji dolg, ki bi lahko ogrozil stabilnost domače valute. Tveganje predstavlja tudi razmeroma majhno število dovolj likvidnih vrednostnih papirjev na hrvaški borzi, vendar zakon ne omejuje vlaganja premoženja vzajemnih skladov v tujino. Med poslovnimi tveganji je najpomembnejše izjemno konkurenčno okolje s številnimi tujimi DZU.

Srbija

V Srbiji bodo vzajemni skladi začeli delovati leta 2007. To bo omogočil leta 2006 sprejeti Zakon o investicijskih skladih, ki je v veliki meri usklajen z mednarodnimi standardi.

Tabela 20: Neto vrednost sredstev in stopnja rasti v letu 2005 in ocenjena neto vrednost sredstev v srbskih vzajemnih skladih in stopnje rasti v obdobju 2006 -2015

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NAV (mio €)	0	0	21	42	84	166	408	530	637	744	853
NAV p.c. (€)	0	0	2	4	8	16	39	51	61	71	82
Rast (%)				100	100	98	146	30	20	17	15

Vir: Lastni izračuni

Ocene kažejo, da bodo v Srbiji stopnje rasti neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca sicer visoke, celoten obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov pa razmeroma nizek. Za razvoj vzajemnih skladov je pomembno, da naj bi gospodinjstva razpolagala s približno tremi milijardami evrov prihrankov, ki so trenutno neposredno pri prebivalstvu. To odpira dilemo, ali kljub razmeroma nizkemu ocenjenemu absolutnemu

obsegu neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v začetnih letih napovednega obdobja nemudoma vstopiti na trg in si zagotoviti določene prednosti pred zasledovalci (z prepoznavnostjo blagovne znamke, dobrimi rezultati itd), ali pa z vstopom nekoliko počakati in se takrat spopasti z že uveljavljeno konkurenco.

Ustanovitveni kapital za DZU znaša 200.000 evrov, za vsak posamezen sklad pa še 100.000 evrov. Neto plača predsednika uprave DZU je ocenjena na 4.000 evrov, prvega upravitelja premoženja 1.500 evrov, drugega upravitelja premoženja 1.200 evrov in administratorja 450 evrov. Najem poslovnega prostora znaša 25 evrov/m², najem stanovanja 500 evrov mesečno in ostali stroški 800 evrov mesečno. Stopnja davka na dobiček pravnih oseb znaša 10%.

Diskontirana doba povračila bi v primeru, da bi DZU v Srbiji dosegal 0,5% tržni delež, znašala več kot 9 let. Tržni delež, ki bi zagotavljal, da bi bila NPV ustanovitve DZU in upravljanja dveh vzajemnih skladov konec leta 2005 večja od 0, znaša 5,5%. To pomeni, da bi morala konec leta 2015 neto vrednost sredstev v vzajemnih skladih znašati skoraj 47 milijonov evrov. Relativno velik potreben obseg neto sredstev v upravljanju v zadnjih letih napovednega obdobja je posledica majhnega trga vzajemnih skladov v začetnih letih napovednega obdobja.

Tabela 21: Ocenjeni denarni tokovi ob 5,5% tržnem deležu na srbskem trgu vzajemnih skladov (v 1000 €)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Začetni vložek (DZU)	-400,0									
Oprema	-20,0									
Sredstva v skladih		1.000,0	2.000,0	4.620,0	9.130,0	22.428,8	29.134,4	35.022,5	40.946,0	46.914,2
Prihodek od provizije		20,0	40,0	92,4	182,6	448,6	582,7	700,5	818,9	938,3
Strošek plač		150,2	150,2	150,2	150,2	150,2	150,2	150,2	150,2	150,2
Strošek poslovnega prostora		16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8
Strošek stanovanja		6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Ostali stroški		57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6
Amortizacija opreme		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Dobiček iz poslovanja		-212,6	-192,6	-140,2	-50,0	216,0	350,1	467,9	586,4	705,7
Davek		0,0	0,0	-14,0	-5,0	21,6	35,0	46,8	58,6	70,6
Denarni tok iz poslovanja		-212,6	-192,6	-126,1	-45,0	194,4	315,1	421,1	527,7	635,2
Neto denarni tok		-210,6	-190,6	-124,1	-43,0	196,4	317,1	423,1	529,7	637,2
Diskontirani denarni tok		-186,3	-168,6	-87,4	-27,6	105,5	151,4	179,0	198,5	211,4

Vir: Lastni izračuni

V Srbiji so še vedno prisotna velika državna in politična tveganja. Dodatno tveganje predstavlja dejstvo, da zaradi bojazni pred odtokom kapitala v tujino Zakon o investicijskih skladih določa, da mora biti 85% sredstev vzajemnih skladov investiranih na domačem trgu kapitala. To bi lahko bilo problematično z vidika likvidnosti in ustrezne razpršenosti naložb, saj se z maloštevilnimi vrednostnimi papirji trguje v dovolj velikem obsegu. Napovedane

privatizacije nekaterih velikih državnih podjetij in bank in njihova uvrstitev na borzo bi to tveganje delno odpravile.

Bolgarija in Romunija

V Bolgariji je zakonodajni okvir za delovanje vzajemnih skladov dober, še posebej po izboljšavah v letu 2005. Vzajemni skladi imajo visok potencial za nadaljnjo rast.

Tabela 22: Neto vrednost sredstev in stopnja rasti v letu 2005 in ocenjena neto vrednost sredstev bolgarskih vzajemnih skladov in stopnje rasti v obdobju 2006 -2015

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NAV (mio €)	45	69	105	374	652	960	1.334	1.790	2.337	2.950	3.657
NAV p.c. (€)	6	9	14	50	88	132	185	251	331	422	528
Rast (%)	164	53	52	258	74	47	39	34	31	26	24

Vir: Lastni izračuni

Ocenjene stopnje rasti so relativno visoke, neto vrednost sredstev v upravljanju pa naj bi konec leta 2015 presegla 3,5 milijarde evrov. Ker so tudi kapitalske zahteve pri ustanavljanju DZU in vzajemnih skladov relativno nizke, je razumljivo, da so na bolgarski trg že vstopile tuje družbe za upravljanje. Konec leta 2005 je v Bolgariji delovalo 29 vzajemnih skladov.

Pri oceni stroškov poslovanja sem poleg minimalnega ustanovitvenega kapitala za DZU in vsakega od vzajemnih skladov, ki znašata 125.000 in 75.000 evrov, predpostavil še, da znaša neto plača predsednika uprave DZU-ja 3.500 evrov, plači prvega in drugega upravljavca premoženja 1.500 in 1.000 evrov, plača administratorja 450 evrov, najem poslovnega prostora 15 evrov/m², najem stanovanja 400 evrov in ostali stroški 800 evrov na mesec. Stopnja davka na dobiček pravnih oseb znaša 15%.

Diskontirana doba povračila bi v primeru, da bi DZU v Bolgariji dosegala 0,5% tržni delež, znašala več kot 9 let. Tržni delež, ki bi zagotavljal, da bi bila NPV ustanovitve DZU in upravljanja dveh vzajemnih skladov konec leta 2015 večja od 0, znaša 1,1%. To pomeni, da bi morala konec leta 2015 neto vrednost sredstev v vzajemnih skladih znašati malo več kot 40 milijonov evrov.

Tabela 23: Ocenjeni denarni tokovi ob 1,1% tržnem deležu na bolgarskem trgu vzajemnih skladov (v 1000 €)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Začetni vložek (DZU)	-275,0									
Oprema	-20,0									
Sredstva v skladih		2.000,0	5.000,0	7.167,2	10.561,2	14.670,9	19.695,2	25.710,4	32.453,7	40.222,0
Prihodek od provizije		40,0	100,0	143,3	211,2	293,4	393,9	514,2	649,1	804,4
Strošek plač		135,5	135,5	135,5	135,5	135,5	135,5	135,5	135,5	135,5
Strošek poslovnega prostora		10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Strošek stanovanja		4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Ostali stroški		57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6	57,6
Amortizacija opreme		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Dobiček iz poslovanja		-170,7	-110,7	-67,3	0,6	82,8	183,3	303,6	438,4	593,8
Davek		0,0	0,0	0,0	0,1	12,4	27,5	45,5	65,8	89,1
Denarni tok iz poslovanja		-170,7	-110,7	-67,3	0,5	70,4	155,8	258,0	372,7	504,7
Neto denarni tok		-168,7	-108,7	-65,3	2,5	72,4	157,8	260,0	374,7	506,7
Diskontirani denarni tok		-153,3	-89,8	-49,1	1,7	44,9	89,1	133,4	174,8	214,9

Vir: Lastni izračuni

Zelo podoben bolgarskemu je trg vzajemnih skladov v Romuniji. Tudi v Romuniji so se vzajemni skladi šele začeli razvijati, vrednost sredstev v upravljanju vzajemnih skladov pa je zaenkrat zanemarljiva. Bolj pomembno je, da je na trgu že prisotna relativno močna mednarodna konkurenca. Konec leta 2005 je v Romuniji delovalo 23 vzajemnih skladov. Vsekakor ima romunski trg velik potencial za rast, kar so pokazale tudi moje napovedi.

Tabela 24: Neto vrednost sredstev in stopnja rasti v letu 2005 in ocenjena neto vrednost sredstev romunskih vzajemnih skladov in stopnje rasti v obdobju 2006 -2015

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NAV (mio €)	118	177	265	405	2.200	3.876	5.557	7.267	8.903	10.445	12.106
NAV p.c. (€)	5	8	12	18	100	177	255	335	411	485	564
Rast (%)	2	50	50	53	443	76	43	31	23	17	16

Vir: Lastni izračuni

Stroški, povezani z delovanjem DZU, so v Bolgariji in Romuniji zelo podobni, stopnja davka na dobiček pravnih oseb pa v Romuniji znaša 16%. Ker bo romunski trg vzajemnih skladov po višini neto vrednosti sredstev kot celota po mojih ocenah konec leta 2015 kar trikrat večji od bolgarskega, znaša doba povračila ob 0,5% tržnem deležu 6 let. Tržni delež, ki bi zagotavljal, da bi bila NPV ustanovitve DZU in upravljanja dveh vzajemnih skladov konec leta 2015 večja od 0, znaša 0,3%, kar pomeni, da bi morala konec leta 2015 neto vrednost sredstev v vzajemnih skladih znašati malo več kot 36 milijonov evrov. Kljub sicer veliki medsebojni podobnosti je zaradi absolutne velikosti za tuje DZU romunski trg vzajemnih skladov verjetno bolj zanimiv od bolgarskega.

Pri trgu vzajemnih skladov v Bolgariji in Romuniji pa je potrebno upoštevati dejstvo, da bosta obe državi z letom 2007 članici EU. Takrat bodo zanju tudi pri vzajemnih skladih veljala pravila in smernice UCITS direktive, po kateri je v državi dovoljeno trženje vzajemnih skladov, če so registrirani doma ali v katerikoli od ostalih članic. To bo sicer bistveno znižalo stroške vstopa na bolgarski in romunski trg, hkrati pa bo konkurenca še bolj ostra.

Državna tveganja bodo po vstopu v EU v obeh državah zanemarljiva. Čeprav se tudi na kapitalskih trgih Bolgarije in Romunije samo z nekaj vrednostnimi papirji trguje v večjih obsegih, likvidnostno tveganje bistveno zmanjšuje dejstvo, da je dovoljeno investiranje v tuje vrednostne papirje.

Rusija

Rusija ponovno postaja gospodarska velesila. Vzajemni skladi so zaenkrat slabo razviti, vendar podobno kot ostale gospodarske panoge rastejo z visokimi stopnjami rasti. Zakonodajna ureditev investicijskih skladov sicer ni primerljiva z evropskimi standardi, vendar se izboljšuje. Tudi hiter razvoj kapitalskih trgov, kjer so predvsem tuji vlagatelji bistveno povečali dnevne obsege trgovanja, govori v prid nadaljnjemu razvoju vzajemnih skladov. Razvoj vzajemnih skladov dodatno podpira ugoden davčni režim.

Tabela 25: Neto vrednost sredstev in stopnja rasti v letu 2005 in ocenjena neto vrednost sredstev ruskih vzajemnih skladov in stopnje rasti v obdobju 2006 -2015

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NAV (mio €)	1.934	20.583	40.803	54.522	68.909	81.158	90.616	97.466	109.537	121.444	130.485
NAV p.c. (€)	14	146	291	390	495	586	658	711	803	895	967
Rast	79	964	98	34	26	18	12	8	12	11	7

Vir: Lastni izračuni

Napovedi v začetnih letih sicer verjetno precenjujejo obseg neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov, na dolgi rok pa je so ocenjeni zneski povsem mogoči, še posebej, če bo ruska realna gospodarska rast še naprej dosegala 6 in več odstotkov. 130 milijard evrov, kolikor znaša ocenjena neto vrednost sredstev vzajemnih skladov konec leta 2015, predstavlja le 0,7% današnjih svetovnih neto sredstev vzajemnih skladov. Če k temu dodamo še med 35 in 80 milijard evrov prihrankov, kolikor naj bi jih imeli ruski državljani pri sebi, potem so te napovedi povsem realne, zaradi česar je ruski trg izjemno privlačen. Poglavitni oviri za delovanje na ruskem trgu vzajemnih skladov sta zelo močna konkurenca, ki je že prisotna na ruskem trgu, konec leta 2005 je na trgu namreč delovalo 257 vzajemnih skladov, in pa visoki vstopni stroški.

Za ustanovitev DZU je predpisan minimalen osnovni kapital v višini 500.000 evrov, za vsak vzajemni sklad pa še dodatnih 100.000 evrov. Plače v moskovskem finančnem sektorju so na ravni najrazvitejših držav. Tako je mesečna neto plača direktorja ocenjena na 4.500 evrov, plači prvega in drugega upravitelja na 3.500 evrov in 2.500 evrov in administratorja 750 evrov. Cena za najem poslovnega prostora po konzervativnih ocenah znaša 40 evrov/m², stanovanje pa je moč najeti za 1.500 evrov na mesec. Stopnja davka na dobiček pravnih oseb znaša 24%.

Tabela 26: Ocenjeni denarni tokovi ob 0,04% tržnem deležu na ruskem trgu vzajemnih skladov (v 1000 €)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Začetni vložek (DZU)	-700,0									
Oprema	-20,0									
Sredstva v skladih		5.000,0	10.000,0	20.000,0	32.463,1	45.307,9	48.733,1	54.768,5	60.722,0	65.242,4
Prihodek od provizije		100,0	200,0	400,0	649,3	906,2	974,7	1.095,4	1.214,4	1.304,8
Strošek plač		236,3	236,3	236,3	236,3	236,3	236,3	236,3	236,3	236,3
Strošek poslovnega prostora		25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8
Strošek stanovanja		18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Ostali stroški		108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0
Amortizacija opreme		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Dobiček iz poslovanja		-290,1	-190,1	10,0	259,2	516,1	584,6	705,3	824,4	914,8
Davek		0,0	0,0	0,0	62,2	123,9	140,3	169,3	197,9	219,6
Denarni tok iz poslovanja		-290,1	-190,1	10,0	197,0	392,2	444,3	536,0	626,5	695,2
Neto denarni tok		-288,1	-188,1	12,0	199,0	394,2	446,3	538,0	628,5	697,2
Diskontirani denarni tok		-254,9	-147,3	8,3	122,1	214,0	214,4	228,7	236,4	232,1

Vir: Lastni izračuni

Diskontirana doba povračila bi v primeru, da bi DZU v Rusiji dosegala 0,5% tržni delež, znašala samo 2,6 let. Tržni delež, ki bi zagotavljal, da bi bila NPV ustanovitve DZU in upravljanja dveh vzajemnih skladov konec leta 2015 večja od 0, znaša 0,04%. To pomeni, da bi morala konec leta 2015 neto vrednost sredstev v vzajemnih skladih znašati preko 65 milijonov evrov. To je kljub ogromnemu trgu visoka številka, zlasti ob dejstvu, da bodo zelo kmalu na ruskem trgu vzajemnih skladov prisotni prav vsi veliki globalni igralci.

V Rusiji so še vedno prisotna visoka državna in politična tveganja, država se namreč pogosto vmešava v gospodarstvo. Pogosto se zgodi, da se iz nepojasnjenih razlogov zaustavi trgovanje z vrednostnimi papirji določenega izdajatelja. Makroekonomsko okolje je sicer stabilno, vendarle pa je gospodarstvo zelo odvisno od cen energentov na svetovnih trgih. Podobno je tudi z vrednostnimi papirji, saj na kapitalskem trgu prevladujejo izdajatelji iz energetskega

sektorja, zato je ruski kapitalski trg zelo volatilen. Določeno tveganje predstavljata tudi slabša zakonodaja na področju korporacijskega upravljanja in neučinkovit sodni sistem.

Ukrajina

Za opis stanja na ukrajinskem trgu vzajemnih skladov je dovolj podatek, da je kljub temu, da je bil Zakon o investicijskih skladih sprejet že leta 2001, prvi vzajemni sklad začel delovati šele v letu 2005 in je bil do prve polovice leta 2005 edini vzajemni sklad v Ukrajini. Razlogov za takšno stanje je več, glavna pa sta do nedavnega precej slabo razvit trg kapitala in slaba zakonodaja na področju korporacijskega upravljanja. V letu 2005 so se razmere izboljšale, še posebej na ukrajinskem kapitalskem trgu, kjer se je obseg trgovanja bistveno povečal.

Tabela 27: Neto vrednost sredstev in stopnja rasti v letu 2005 in ocenjena neto vrednost sredstev ukrajinskih vzajemnih skladov in stopnje rasti v obdobju 2006 -2015

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NAV (mio €)	68	112	184	320	498	807	1.353	5.116	9.428	14.541	20.569
NAV p.c. (€)	1,5	2	4	7	11	18	30	116	216	336	479
Rast (%)	-	65	64	74	56	62	68	278	84	54	41

Vir: Lastni izračuni

Absolutna neto vrednost sredstev vzajemnih skladov v Ukrajini je za konec leta 2015 ocenjena na 20,5 milijarde evrov. Glede na trenutno stanje se zdi znesek zelo visok, vendar je bila približno tako velika neto vrednost sredstev vzajemnih skladov v Turčiji in na Poljskem konec leta 2005. Zanimivo je, da kljub velikemu potencialu ukrajinskega trga zaenkrat tam še niso prisotne tuje DZU.

Minimalni ustanovitveni kapital DZU znaša 250.000 evrov, za vsak vzajemni sklad pa še dodatnih 75.000 evrov. Mesečna neto plača predsednika uprave DZU je ocenjena na 4.000 evrov, plača prvega upravitelja 2.500 evrov, drugega upravitelja 1.500 evrov, administratorja 500 evrov, najem poslovnega prostora 25 evrov/m² in najem stanovanja 600 evrov na mesec. Stopnja davka na dobiček pravnih oseb znaša 25%. Ob tem pa velja opozoriti, da izdatki, ki so bili upoštevani v izračunih, ne upoštevajo korupcije, ki se ji v Ukrajini ne da izogniti, s čemer se izdatki verjetno še nekoliko povečajo.

Tabela 28: Ocenjeni denarni tokovi ob 0,6% tržnem deležu na ukrajinskem trgu vzajemnih skladov (v 1000 €)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Začetni vložek (DZU)	-400,0									
Oprema	-20,0									
Sredstva v skladih		2.000,0	4.000,0	4.000,0	4.842,0	8.118,2	30.698,9	56.565,2	87.247,8	123.414,6
Prihodek od provizije		40,0	80,0	80,0	96,8	162,4	614,0	1.131,3	1.745,0	2.468,3
Strošek plač		178,5	178,5	178,5	178,5	178,5	178,5	178,5	178,5	178,5
Strošek poslovnega prostora		16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8
Strošek stanovanja		7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Ostali stroški		108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0
Amortizacija opreme		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Dobiček iz poslovanja		-272,5	-232,5	-232,5	-215,7	-150,1	301,5	818,8	1.432,5	2.155,8
Davek		0,0	0,0	0,0	-53,9	-37,5	75,4	204,7	358,1	538,9
Denarni tok iz poslovanja		-272,5	-232,5	-232,5	-161,7	-112,6	226,1	614,1	1.074,3	1.616,8
Neto denarni tok		-270,5	-230,5	-230,5	-159,7	-110,6	228,1	616,1	1.076,3	1.618,8
Diskontirani denarni tok		-237,3	-177,4	-155,6	-94,6	-57,4	103,9	246,2	377,3	497,8

Vir: Lastni izračuni

Diskontirana doba povračila bi v primeru, da bi DZU v Ukrajini dosegal 0,5% tržni delež, znašala preko 9 let. Tržni delež, ki bi zagotavljal, da bi bila NPV ustanovitve DZU in upravljanja dveh vzajemnih skladov konec leta 2015 večja od 0, znaša 0,6%. To pomeni, da bi morala konec leta 2015 neto vrednost sredstev v vzajemnih skladih znašati preko 123 milijonov evrov, saj bo trg v začetnih letih napovednega obdobja relativno majhen.

V Ukrajini so državna in politična tveganja zelo visoka. Poleg tega je zelo problematična že omenjena korupcija in slab zakonodajni okvir korporacijskega upravljanja. Tudi za kapitalski trg je značilna velika volatilitnost, hkrati pa je zaradi majhne likvidnosti malo naložb primernih za vzajemne sklade. Poleg tega zaenkrat zakon omejuje naložbe v tuje vrednostne papirje.

BiH, Makedonija, Moldavija in Kazahstan

V treh državah, BiH, Makedoniji in Moldaviji, se po napovedih uporabljenega modela vzajemni skladi do leta 2015 ne bodo razvili. Vzajemni skladi v teh državah zaenkrat tudi dejansko ne obstajajo. V Kazahstanu je sicer drugače, tam naj bi skupna neto vrednost sredstev vzajemnih skladov konec leta 2015 dosegla skoraj štiri milijarde evrov, vendar je za nadaljnjo analizo na voljo premalo podatkov, da bi lahko natančneje ocenili privlačnost trga vzajemnih skladov v Kazahstanu.

V prid argumentu, da okoliščine zaenkrat ne dopuščajo razvoja vzajemnih skladov v BiH, Makedoniji in Moldaviji, govori še nekaj dejstev. V vseh treh državah so kapitalski trgi plitki in slabo likvidni, poleg tega pa zakoni o investicijskih skladih v vseh treh državah omejujejo

vlaganje sredstev v tujino na 10% sredstev vzajemnih skladov. Tovrstna kombinacija je za vzajemne sklade neugodna, saj bi lahko v primeru, da bi večje število vlagateljev istočasno zahtevalo izplačilo investicijskih kuponov, sklad sredstva pridobil le s prodajo svojih naložb po cenah, ki bi bile bistveno nižje od tržnih cen. Z izjemo Makedonije je kljub številnim spremembam zakonodaja še vedno relativno slaba. Poleg tega pa je v BiH in Makedoniji relativno visok tudi minimalni ustanovitveni kapital DZU, ki v BiH znaša kar 500.000 evrov, v Makedoniji pa 250.000 evrov, za vsak dodaten vzajemni sklad pa se mora kapital v obeh državah povečati še za 125.000 evrov. To pa so glede na omejen potencial obeh trgov visoki zneski, ki verjetno odvrčajo tuje DZU od vstopa na ta dva trga.

Seveda ni nujno, da vstop na trge vzajemnih skladov v teh državah dolgoročno ni smiseln. Za Moldavijo, ki ji naš model tudi ob koncu leta 2015 napoveduje precejšnjo oddaljenost od pozitivnih vrednosti, je ob upoštevanju trenutne ravni razvoja sicer možno, da vzajemnih skladov ne bo do leta 2015. Drugače je z BiH in Makedonijo, ki bosta ob koncu leta 2015 po naših napovedih na pragu pozitivnih neto vrednostih sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Za ti dve državi je verjetno bolj logično predpostaviti, da bo neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca konec leta 2015 na ravni najmanj razvitih sedanjih članic EU in bo znašala okoli 40 evrov. Zato bi veljalo že nekaj let prej pretehtati, kdaj bi bilo optimalno ustanoviti DZU in vzajemne sklade v BiH in Makedoniji.

Privlačnost posameznih trgov glede na različne investicijske kriterije²⁰

Tabela 29: Diskontirana doba povračila, tržni deleži in potrebna velikost sredstev vzajemnih skladov, ob katerih je neto sedanja vrednost projekta ustanovitve DZU in vzajemnih skladov večja od nič do konca leta 2015

	Diskontirana doba povračila ob 0,5% tržnem deležu (v letih)	Tržni delež, ob katerem je NPV projekta ustanovitve skladov konec leta 2015 večja od 0 (%)	Potrebna sredstva v upravljanju konec leta 2015 (v mio €)
Hrvaška	7,7	0,45	31,4
Srbija	> 9	5,4	46,1
Bolgarija	> 9	1,1	40,2
Romunija	6	0,3	36,3
Rusija	2,6	0,04	65,2
Ukrajina	> 9	0,6	123,4

Vir: Lastni izračuni

Diskontirana doba povračila ob 0,5% tržnem deležu je seveda najmanjša v Rusiji, kjer znaša le 2,6 let, manjša kot devet let, kar je konec našega napovednega obdobja, pa je še na Hrvaškem

²⁰ Bolj natančno so kriteriji za investicijsko odločanje opisani v Brigham et al., 2004

in V Romuniji. Drugi stolpec pa predstavlja tržni delež, ki bi bil potreben, da bi bila neto sedanja vrednost projekta ustanovitve DZU in upravljanja vzajemnih skladov večja od nič konec leta 2015. Kot lahko vidimo, bi v Rusiji potrebovali samo 0,04% tržni delež, v Srbiji pa 5,4% tržni delež. Vendar pa je, kot je bilo prikazano pri vsaki državi posebej, določene tržne deleže zaradi različne konkurence na nekaterih trgih bistveno težje doseči kot na drugih.

8 Sklep

Hrvaška, BiH, Srbija, Makedonija, Bolgarija, Romunija, Rusija, Ukrajina, Kazahstan in Moldavija sodijo med t.i. tranzicijske države. Čeprav proces tranzicije v tržno gospodarstvo še vedno poteka, so države do sedaj napravile velik napredek. Makroekonomsko stanje je v večini obravnavanih držav stabilno. Nekoliko bolj problematično je zakonodajno področje, ki zaenkrat zaostaja za mednarodnimi standardi. V državah so še vedno prisotna precejšnja politična tveganja. Vendarle pa je celotna regija z 260 milijoni ljudi in BDP-jem v višini skoraj 900 milijard USD gospodarsko izjemno zanimiva za ves svet.

Vzajemni skladi so v teh državah na izjemno nizki stopnji razvoja, kar v štirih od desetih obravnavanih držav, BiH, Srbiji, Makedoniji in Moldaviji, pa vzajemni skladi sploh še ne obstajajo. Izjema je Hrvaška. Glavni razloga za to sta ob nizkem dohodku prebivalstva predvsem nezaupanje ljudi v finančne institucije oziroma finančne posrednike v obravnavanih državah, in pa relativno slabo razviti kapitalski trgi. Kljub temu lahko na podlagi izkušenj tranzicijskih držav, ki so že postale članice EU, upravičeno pričakujemo, da bodo v prihodnjih letih v teh državah vzajemni skladi doživeli zelo hiter razvoj, kakršnemu smo bili priča v svetu, predvsem pa v državah EU 8.

Dosedanje študije kažejo, da na razvoj vzajemnih skladov pomembno vplivajo pravna ureditev delovanja vzajemnih skladov, dohodek na prebivalca, obrestne mere, razvitost kapitalskih trgov, vstopne ovire v panogo in starost same panoge. V naši analizi dejavnikov, ki vplivajo na razvitost vzajemnih skladov, merjene z neto vrednostjo sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v državah EU 8 smo ugotovili, da so vzajemni skladi bolj razviti v državah z višjim dohodkom na prebivalca in nižjimi obrestnimi merami, do neke mere pa tudi v državah z bolj globokim kapitalskim trgom, višjo gospodarsko rastjo in nižjo stopnjo inflacije. Za napovedni model smo izbrali model s spremenljivkama BDP na prebivalca in obrestnimi merami, saj ima veliko pojasnjevalno moč (pri čemer je BDP na prebivalca po ugotovitvi ene od študij še posebej pomemben v državah z BDP na prebivalca, nižjim od 15.000 USD, kar trenutno velja za vse v tem magistrskem delu obravnavane države), hkrati pa je kategoriji možno oceniti tudi v prihodnjem obdobju.

Po napovedih mednarodnih finančnih institucij, pa tudi naših lastnih ocenah, bo BDP v obravnavanih državah v prihodnjih desetih letih rasel bistveno hitreje kot v razvitih državah, obrestne mere pa se bodo zaradi dolgoročne konvergence z EU postopno zniževale. Ob vse boljši splošni zakonodajni ureditvi, znotraj katere bo natančneje urejeno tudi delovanje vzajemnih skladov, bodo izpolnjeni vsi pogoji za razvoj vzajemnih skladov v obravnavanih državah.

Na slednje kažejo tudi naše ocene neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov v obdobju 2006 – 2015. Panoga bo v večini držav nekajkrat večja kot sedaj, v Rusiji naj bi neto vrednost sredstev vzajemnih skladov konec leta 2015 znašala kar 130 milijard evrov. V treh državah, BiH, Makedoniji in Moldaviji, je po ocenah uporabljenega modela neto vrednost sredstev vzajemnih skladov ocenjena na nič do konca napovednega obdobja. Modelske napovedi za omenjene države niso najbolj logične. Kvalitativno bi lahko predpostavljali, da bo ob koncu napovednega obdobja neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v teh državah približno na ravni najmanj razvitih držav EU 8, Litve in Latvije konec leta 2005, kjer je neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca znašala okrog 40 evrov. Kazahstan je bil kljub temu, da ocene kažejo na razmeroma velik potencial za rast vzajemnih skladov, iz nadaljnje analize izpuščen zaradi zelo skopih podatkov o vzajemnih skladih.

Vse ostale države se zdijo po ocenjeni rasti neto vrednosti vzajemnih skladov v prihodnjem obdobju zelo perspektivne. Seveda pa je za dokončno oceno privlačnosti potrebno upoštevati še nekatere druge dejavnike. Ob upoštevanju vseh dejavnikov so najprivlačnejši trgi vzajemnih skladov v Srbiji, Romuniji in Ukrajini.

V Srbiji je bil nov Zakon o investicijskih skladih sprejet šele leta 2006, vzajemni skladi pa bodo začeli delovati leta 2007. Na drugi strani so na Hrvaškem vzajemni skladi že relativno dobro razviti, na trgu je 20 DZU-jev, ki upravljajo že več kot 50 vzajemnih skladov. Čeprav bo panoga po naših ocenah leta 2015 na Hrvaškem približno šestkrat večja kot v Srbiji, bo tudi konkurenca bistveno večja. Težavo bi v Srbiji lahko predstavljal relativno plitek kapitalski trg. Toda v Srbiji bi bilo možno biti na trgu vzajemnih skladov prisoten od samega začetka, kar je po izkušnjah nekaterih DZU velika prednost, saj se v začetnih letih razvoja lahko ustvari dobro ime in prepoznavnost.

V Bolgariji in Romuniji so izdatki, povezani z ustanovitvijo DZU in vzajemnih skladov, precej podobni. Ker bosta obe državi kmalu članici EU, bo v obeh slej ko prej veljala tudi enaka zakonodaja. Naše ocene kažejo, da tudi v višini neto vrednosti sredstev vzajemnih skladov na prebivalca med državama ne bo bistvenih razlik. Vendar v Romuniji živi preko 20, v Bolgariji pa 8 milijonov ljudi, zato bo nastala velika razlika v velikosti absolutnega trga vzajemnih skladov, in to je razlog, da je Romunija bolj zanimiva kot Bolgarija. Članstvo

Bolgarije in Romunije v EU pa bo ostalim članicam omogočilo, da bodo na obeh trgih lahko tržili svoje vzajemne sklade brez ustanovitve DZU-jev. To je sicer priložnost tudi za slovenska podjetja, vendar lahko pričakujemo, da se bo konkurenca zelo povečala.

Rusija tudi na trgu vzajemnih skladov, tako kot v ostalih panogah, predstavlja enega največjih potencialov v svetovnem merilu. To je razlog, da so že sedaj na ruskem trgu prisotne največje svetovne investicijske družbe, kot sta Merrill Lynch in Fidelity. Ukrajinski trg vzajemnih skladov se po velikosti sicer ne more primerjati z ruskim, vendar naše ocene kažejo, da bo neto vrednost sredstev vzajemnih skladov na prebivalca v Ukrajini rasla najhitreje med obravnavanimi državami, konec leta 2015 pa naj bi skupna neto vrednost sredstev vzajemnih skladov znašala preko 20 milijard evrov. V Rusiji so tudi izdatki, povezani z ustanovitvijo DZU, bistveno višji, pri čemer v naši analizi nismo upoštevali stroškov trženja²¹, ki bi v Rusiji bili zelo visoki, če bi se želeli kosati s svetovno konkurenco. Dejstvo, da je v Rusiji konec leta 2005 delovalo 257 vzajemnih skladov, v Ukrajini pa sta prva dva začela delovati v drugi polovici leta 2005, pomeni dodatno podporo odločitvi v prid Ukrajine. Zagotovo pa je ukrajinski trg najbolj tvegan med trgi vzajemnih skladov v obravnavanih državah. Slaba zakonodaja, korupcija in politična tveganja so zagotovo dejavniki, ki jim je v Ukrajini potrebno posvetiti veliko pozornost.

Za končno odločitev o vstopu na posamezen trg vzajemnih skladov bi bile seveda potrebne natančnejše analize. Vendarle pa lahko z gotovostjo trdimo, da se bodo vzajemni skladi v večini obravnavanih držav razvijali izjemno hitro, povprečna letna stopnja rasti, ki znaša 52%, pa pomeni, da bo razvoj vzajemnih skladov v državah JVE in SND močno presegal povprečja razvitih držav. To pomeni, da priložnosti na trgu vzajemnih skladov v obravnavanih državah zagotovo obstajajo.

²¹ Predpostavili smo, da trženje izvaja zunanji partner, ki mu v zameno pripada vstopna provizija

9 Literatura in viri

9.1 Literatura:

1. Bhattachayra U., Groznik P.: Melting Pot or Salat Bowl: Some Evidence from U.S. Investments Abroad. Bloomington: Kelly School of Business Working Paper, 2005. 41 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=290830].
2. Bodie Z., Kane A., Marcus A.J.: Investments (VI.). Chicago: Irwin, 2004, 1090 str.
3. Borenzstein Eduardo R., Gelos Gaston L.: A panic-prone pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds. IMF Working Paper No. 00/198, 2001. 38. str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=258438].
4. Brigham E.F., Daves P.R.: Intermediate Financial Management (VIII). Mason: South – Western, 2004. 1038 str.
5. Caviglia Giacomo, Krause Gerhard, Thimann Christian: Key features of the financial sectors in EU accession countries. European Central Bank.
[URL: http://odin.tiscali.it/glocus_docs/I_13.pdf], 27.4.2006.
6. Cornett M.M., Saunders A.: Financial Institutions Management (V). New York: McGraw – Hill International Edition, 2006. 856 str.
7. Cuny C.J.: Mutual Funds, Taxes and Fund Inflows. Working Paper, University of Carolina, Irvin, 31 str. [URL: <http://papers.ssrn.com>].
8. Dimovski Vlado: Upravljanje investicijskih skladov. Zbornik 3. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1995. str. 105 – 115.
9. Dimovski Vlado: Bančništvo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 74 str.
10. Disyatat P., Gelos Gaston R.: The assets allocation of Emerging Market Mutual Funds. Washington: IMF Working Paper 01/111, 2001. 27 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=283838].
11. Duenwald K. Christoph, Gueorguiev Nikolay, Schaechter Andrea: Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria,

- Romania, and Ukraine, 2005. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887997].
12. EBRD: Transition Report 2005. EBRD Publication Desk, London, 2005, 208 str.
 13. Fadeeva N.: Corporate Governance: Security Markets in Moldova. Study Paper. Budapest: CEU Graduate School of Business, 2004. 65 str.
 14. Fernando D., Klapper L., Sulla V., Vittas D.: The Global Growth of Mutual Funds. Washington: The World Bank Policy Research Working Paper 3055, 2003. 33 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636417].
 15. Fredman Albert J., Wiles Russ: How mutual Fund work. New York: New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
 16. Goetzman William N., Massa M., Rouwenhorst Geert K.: Behavioral Factors in Mutual Funds Flows. Working Paper. Yale: Yale International Center for Finance, 2004. 42 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=201035].
 17. Gruber Martin J: Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds, The Journal of Finance, Vol. 51, No.3, 1996, str. 783 – 810 [URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0222-1082%28199>].
 18. Haslem John S.: Mutual Funds. Maryland: University of Maryland, 2002. 570 str.
 19. Heinemann F.: The Benefits of Creating an Integrated EU Market for Investment Funds. Mannheim: Zentrum fur Europäische Wirtschaftsforschung, Discussion Paper, 2002. 19 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=309099].
 20. Kaminsky Graciela L., Lyons Richard K., Schmukler Sergio L.: Mutual Fund Investments in Emerging Markets: An Overview. San Francisco: Berkeley Working Paper, 2001. 37 str.
 21. Kaminsky Graciela L., Lyons Richard, Schmukler Sergio L.: Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets. World Bank Working Paper No. 2399 and NBER Working Paper 7855, 2000. 41 str.
 22. Kauko K.: The Demand for Money Market Mutual Funds. Helsinki: Bank of Finland Research Discussion Papers 14/05, 2005. 32 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=872702].

23. Ketchum M.D., Richardson D.: Growth and Impact of Mutual Funds: Some Analytical and Public Policy Issues: The Journal of Finance, Vol.18, No.2, 1963, str. 392 – 403.
24. Khorana A., Servaes H., Tufano P.: Explaining the Size of Mutual Funds Industry Around the World. Boston: Harvard Working Paper No. 03-23, 2004. 45 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=573503].
25. Khorana A., Servaes H.: The Determinants of Mutual Funds Starts: The Review of Financial Studies, Vol. 12, No. 5, 1999, str. 1043 – 1074 [URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0893-9454%281999>].
26. Kidwell David S., Peterson Richard., Blackwell David W.: Financial Institutions, Markets and Money (VI.). Forth Worth: The Dryden Press, 1997. 741 str.
27. La Porta R., De Silanes F.L., Shleifer A., Vishny W.R.: Investor Protection and Corporate Governance. Harvard Working Paper No. 11-14, 1999. 37 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908].
28. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. Maribor: Kapital, 2002. 78 str.
29. Massa M.: Why so many Mutual Funds? INSEAD Working Paper, 2004. 35 str.
30. Mramor D., Umberger T., Hieng Ž.: Trgi kapitala in vzajemnih skladi v izbranih državah Jugovzhodne Evrope in Skupnosti neodvisnih držav. Zbornik Priložnosti finančnega sektorja v tranzicijskih državah. Ljubljana: Finance, 2006. str. 55 - 80
31. Ong Lian L., Sy A.: The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem? Washington: IMF Working Paper 04/133, 2004. 25 str.
32. Otten Roger, Schweitzer Mark: A Comparison between the European and the U.S. Mutual Funds Industry. Working Paper. Limburg: Limburg Institute of Financial Economics, 1998. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=164108].
33. Prohaska Z.: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
34. Ray P., Vani V.: Neural Network Models for Forecasting Mutual Funds Net Assets Value. New Delhi: Fore School of Management Working Paper, 2004. 18 str.
35. Ribnikar I.: Monetarna ekonomija 1. (denar, finančne institucije in denarna politika). Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.

36. Rouwenhorst Geert K.: The Origins of Mutual Funds. Working Paper. Yale: Yale International Center for Finance, 2004. 33 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146].
37. Rugg D. Daniel: The Dow Jones – Irwine Guide to Mutual Funds. Homewood (III). : Dow Jones – Irwin, 1986, 245 str.
38. Sirri E.R., Tufano P.: Competition and Change in the Mutual Fund Industry. Financial Services: Perspective and Challenges, Harvard Business School Press, Boston, 1994, 39.str. [URL: <http://papers.ssrn.com/sol3/>].
39. Sirri E.R., Tufano P.: The Demand for Mutual Fund Services by Individual Investors. Working Paper. Harvard: Harvard Business School, Boston, 1992, 36 str. [URL: <http://papers.ssrn.com/sol3/>].
40. Sirri E.R., Tufano P.: Buying and Selling Mutual Funds: Flows, Performance, Fees and Services. Working Paper. Harvard: Harvard Bussines School, 1993, 42. str.
41. Vittas D.: Institutional Investors and Securities Market: Which Come First?. Washington: World Bank Working Paper No. 2032, 1998. 21 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=597209].
42. Zhao X.: The Determinants of Flows into Retail International Equity Funds. Williamsburg: School of Business Administration, Discussion Paper, 2003. 37 str. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=459141].

9.2 Viri:

1. 2003 Trading Summary. [URL: <http://www.zse.hr/periodicals.php?sessionId=b10cfebe9569cf813204d1cad7549e18>], 7.12.2005.
2. 2004 Trading Summary. [URL: <http://www.zse.hr/reports/ZSE-2004eng.pdf>], 7.12.2005.
3. Annual Report 2004. Securities and Exchange Commission. [URL: <http://www.sec.gov.mk/Dokumenti/Izvestai/KHV2004-FINAL.pdf>], 25.8.2005.
4. Annual report of the Securities Commission of the Federation of Bosnia and Herzegovina for 2004, Bosnia and Herzegovina, Federation of Bosnia and

- Herzegovina, Securities Commission of the Federation of Bosnia and Herzegovina. [URL: <http://www.komvp.gov.ba/indexEng.htm>], January 2005.
5. Banjalučka berza hartija od vrijednosti, 2006 [URL: www.babl.ba].
 6. Beograjska berza, 2006 [URL: www.belex.co.yu].
 7. Bloomberg, 2006 [URL: www.bloomberg.com].
 8. Bosnia and Herzegovina Country Brief 2006. World Bank, 2006
[URL: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/BOSNIAHERZEXTN/0,,menuPK:362036~pagePK:141132~piPK:141107~theSitePK:362026,00.html>].
 9. Bosnia and Herzegovina: 2005 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Bosnia and Herzegovina. IMF, 2005.
[URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2005/cr05199.pdf>].
 10. Bucharest Stock Exchange, 2006 [URL: www.bse.com].
 11. Bulgarian Stock Exchange: Fact Book, 2004 [URL: http://www.bse-sofia.bg/pdf/Fact_Book_2004-Eng.pdf?PHPSESSID=de2862cc32f42f82cb03ad7d3c8e8b68].
 12. Bulgaria: 2004 Article IV Consultation and Ex Post Assessment of Longer Term Program Engagement--Staff Reports; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion, 2005 [URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr04176.pdf>].
 13. Bulletin, Annual report 2004, No.93. Macedonian Stock Exchange. [URL: http://www.mse.org.mk/upload/Listi/2004/Bulletin_Annual_2004.pdf],
 14. Changes in the Financial Sector of Serbia, 2000-2004. YuSurvey. [URL: http://www.yusurvey.co.yu/topstories/ts_view.php?id=92&type=1], 14.2.2006.
 15. The Economist Intelligence Unit, 2006 [URL: <http://www.eiu.com>].
 16. Eurostat, 2006 [URL: www.eu.int/comm/eurostat/].

17. Investment Climate Statement, 2006 [URL: <http://www.buyusa.gov>].
18. Macroprudential analysis, Nr.2. Croatian National Bank. [URL: <http://www.hnb.hr/publikac/makrobonitetna-analiza/e-mba-02.pdf>], December, 2005.
19. Macedonia Country Brief 2006. World Bank, 2006 [URL: <http://www.worldbank.org.mk/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/MACEDONIAEXTN/0,,menuPK:304482~pagePK:141132~piPK:141107~theSitePK:304473,00.html>].
20. Macedonian Stock Exchange, 2006 [URL: www.mse.mk.com].
21. National bank of Ukraine: Annual Report 2004 [URL: http://www.bank.gov.ua/ENGL/Of_publ/Annual%20Reports/A_report_2004e.pdf].
22. Pension reform in Croatia. [URL: <http://www.rmf.hr/main.aspx?id=659>], 1.12.2005.
23. Pioglobal Asset Management Company, 2006 [URL: <http://www.pioglobal.ru>].
24. Progress towards meeting the economic criteria for accession: 2005 Country Assessment, Nr.26 (November 2005). Directorate General for Economic and Financial Affairs, 2005 [URL: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/enlargement_papers/2005/elp26en.pdf].
25. Regulation and taxation of mutual funds. Mutual Funds Fact Book: Washington DC : Investment Company Institute, 2004, str. 23-27.
26. Republic of Kazakhstan: 2005 Article IV Consultation - Staff Report; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion, 2005 [URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr04338.pdf>].
27. Reid B., Collins S., Holden S., Steenstra J., West S.: 2005 Investment Company Fact Book.
28. Romania: 2006 Article IV Consultation - Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Romania, 2005 [URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06168.pdf>].

29. Russian Federation: 2005 Article IV Consultation - Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion, 2005 [URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2005/cr05377.pdf>], 26.11.2005.
30. Russian Trading System, 2006 [URL: www.rts.ru].
31. The Bulgaria Sofiaecho news, 2006 [URL: <http://www.sofiaecho.com/>].
32. Transition Report 2005. Business in transition. EBRD, 2005. 208 str.
33. Trends in the European Investment Fund Industry in 2005. Brussels : FEFSI, 2005, str. 1-10.
34. Ukraine: Financial System Stability Assessment, 2005. [URL: www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2003/cr03340.pdf].
35. Ukraine: Statistical Appendix, IMF, November 2005 (URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2005/cr05417.pdf>).
36. Washington: Investment Company Institute Publication, 2006. 156 str. [URL: <http://www.ici.org>].

10 Priloge – SPSS izpisi

10.1 Priloga A – Modeli brez nepravih spremenljivk

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	s_t_int gdppc	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,579 ^a	,335	,301	158,09233

a. Predictors: (Constant), s_t_int, gdppc

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	492006,4	2	246003,207	9,843	,000 ^a
	Residual	974734,3	39	24993,186		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), s_t_int, gdppc

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	42,842	82,213		2,521	,020
	gdppc	,037	,009	,510	3,903	,000
	s_t_int	-12,262	6,547	-,245	-1,873	,069

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^d

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	inflatio, gdppc _a gdpgr	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,589 ^a	,346	,295	158,82500

a. Predictors: (Constant), inflatio, gdppc, gdpgr

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	508176,2	3	169392,053	6,715	,001 ^a
	Residual	958564,5	38	25225,382		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), inflatio, gdppc, gdpgr

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-8,823	121,027		-,073	,942
	gdppc	,039	,010	,544	3,914	,000
	gdpgr	6,192	11,899	,073	,520	,606
	inflatio	-15,785	8,611	-,245	-1,833	,075

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	gdppc1, inflatio _a , gdpggr	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,669 ^a	,448	,404	145,99057

a. Predictors: (Constant), gdppc1, inflatio, gdpggr

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	656837,3	3	218945,782	10,273	,000 ^a
	Residual	809903,3	38	21313,246		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), gdppc1, inflatio, gdpggr

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-300,158	148,665		-2,019	,051
	gdpggr	12,067	11,162	,143	1,081	,286
	inflatio	-12,770	7,971	-,198	-1,602	,117
	gdppc1	,043	,009	,655	5,011	,000

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	s_t_int, gdppc1, gdpgr	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,648 ^a	,420	,374	149,62003

a. Predictors: (Constant), s_t_int, gdppc1, gdpgr

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	616066,9	3	205355,634	9,173	,000 ^a
	Residual	850673,8	38	22386,152		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), s_t_int, gdppc1, gdpgr

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-293,990	194,459		-1,512	,139
	gdpgr	9,323	13,848	,110	,673	,505
	gdppc1	,042	,009	,638	4,388	,000
	s_t_int	-6,113	7,748	-,122	-,789	,435

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	stock_ex _a mkt._cap	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,673 ^a	,453	,425	143,39942

a. Predictors: (Constant), stock_ex, mkt._cap

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	664768,3	2	332384,172	16,164	,000 ^a
	Residual	801972,3	39	20563,393		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), stock_ex, mkt._cap

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-103,693	68,181		-1,985	,044
	mkt._cap	812,487	143,382	,693	5,667	,000
	stock_ex	33,382	34,986	,117	,954	,346

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	stock_in, ^a mkt._cap	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,666 ^a	,444	,415	144,63521

a. Predictors: (Constant), stock_in, mkt._cap

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	650886,2	2	325443,108	15,557	,000 ^a
	Residual	815854,5	39	20919,345		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), stock_in, mkt._cap

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-71,066	56,627		-1,255	,217
	mkt._cap	765,651	142,640	,653	5,368	,000
	stock_in	,394	,820	,058	,481	,633

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	stock_ex, stock_in, ^a mkt._cap	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,676 ^a	,457	,415	144,71877

a. Predictors: (Constant), stock_ex, stock_in, mkt._cap

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	670886,8	3	223628,932	10,678	,000 ^a
	Residual	795853,9	38	20943,523		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), stock_ex, stock_in, mkt._cap

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-112,208	70,589		-1,590	,120
	mkt._cap	799,166	146,785	,681	5,444	,000
	stock_in	,444	,822	,066	,541	,592
	stock_ex	34,571	35,377	,121	,977	,335

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	inflatio, gdppc1, stock_ex, employme, stock_in, mkt._cap, s_t_int	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,845 ^a	,713	,639	83,56404

a. Predictors: (Constant), inflatio, gdppc1, stock_ex, employme, stock_in, mkt._cap, s_t_int

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	468976,4	7	66996,635	9,594	,000 ^a
	Residual	188539,6	27	6982,949		
	Total	657516,1	34			

a. Predictors: (Constant), inflatio, gdppc1, stock_ex, employme, stock_in, mkt._cap, s_t_int

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-59,631	84,923		-,702	,033
	gdppc1	,007	,007	,134	1,035	,310
	s_t_int	-12,440	5,568	,024	-2,605	,015
	employme	-5,671	11,487	-,053	-,494	,626
	stock_in	-,822	,698	-,140	-1,177	,249
	mkt._cap	725,005	125,512	,780	5,776	,000
	stock_ex	5,506	22,974	,027	,240	,812
	inflatio	-16,628	6,383	-,367	,155	,833

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	gdppc, s_t_int, employme, stock_ex, mkt._cap, stock_in, inflatio ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,845 ^a	,715	,641	83,37312

a. Predictors: (Constant), gdppc, s_t_int, employme, stock_ex, mkt._cap, stock_in, inflatio

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	469837,0	7	67119,573	9,656	,000 ^a
	Residual	187679,1	27	6951,077		
	Total	657516,1	34			

a. Predictors: (Constant), gdppc, s_t_int, employme, stock_ex, mkt._cap, stock_in, inflatio

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-39,159	71,969		-,544	,012
	s_t_int	-16,876	5,550	-,373	-2,651	,013
	employme	-6,191	11,506	-,058	-,538	,595
	stock_in	-,852	,693	-,145	-1,230	,229
	mkt._cap	753,788	111,151	,811	6,782	,000
	stock_ex	11,402	23,779	,056	,480	,635
	inflatio	,897	6,367	,015	,121	,662
	gdppc	,007	,007	,131	2,096	,042

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression**Variables Entered/Removed^b**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	gdppr, stock_ex, mkt._cap, gdppc, stock_in ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,746 ^a	,557	,496	134,31019

a. Predictors: (Constant), gdppr, stock_ex, mkt._cap, gdppc, stock_in

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	817328,5	5	163465,700	9,062	,000 ^a
	Residual	649412,2	36	18039,227		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), gdpgr, stock_ex, mkt._cap, gdppc, stock_in

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-358,486	125,503		-2,856	,007
	stock_in	-,056	,981	-,008	-,057	,955
	mkt._cap	660,292	155,314	,563	4,251	,000
	stock_ex	71,325	35,727	,249	1,996	,049
	gdppc	,029	,010	,402	2,840	,007
	gdpgr	16,403	13,204	,194	2,242	,022

a. Dependent Variable: nav_pc

10.2 Priloga B – Modeli z nepravimi spremenljivkami**Regression****Variables Entered/Removed^b**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	dlit, dpol, dlat, dest, dsvk, dmad, dcz, s_t_int, gdppc	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,929 ^a	,863	,824	79,24572

a. Predictors: (Constant), dlit, dpol, dlat, dest, dsvk, dmad, dcz, s_t_int, gdppc

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1265784	9	140642,711	22,396	,000 ^a
	Residual	200956,3	32	6279,884		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), dlit, dpol, dlat, dest, dsvk, dmad, dcz, s_t_int, gdppc

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-307,083	219,321		-3,799	,001
	gdppc	,100	,015	1,394	6,634	,000
	s_t_int	-17,360	6,604	-,347	-2,629	,013
	dcz	422,036	97,142	,790	4,345	,000
	dmad	667,582	84,035	1,250	7,944	,000
	dpol	644,229	102,113	1,012	6,309	,000
	dsvk	615,685	117,553	1,153	5,238	,000
	dest	592,198	120,234	1,109	4,925	,000
	dlat	488,997	136,909	,916	3,572	,001
	dlit	335,135	136,879	,382	2,448	,020

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	inflatio, gdppc, dpol, dlit, dmad, dest, dcz, dsvk, gdpgr, dlat ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,934 ^a	,872	,830	77,94471

a. Predictors: (Constant), inflatio, gdppc, dpol, dlit, dmad, dest, dcz, dsvk, gdpgr, dlat

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1278404	10	127840,397	21,042	,000 ^a
	Residual	188336,7	31	6075,378		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), inflatio, gdppc, dpol, dlit, dmad, dest, dcz, dsvk, gdpgr, dlat

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-594,313	190,744		-4,689	,000
	gdppc	,097	,015	1,348	6,479	,000
	dcz	409,440	92,964	,767	4,404	,000
	dmd	601,749	92,898	1,127	6,478	,000
	dpl	528,687	115,633	,830	4,572	,000
	dsvk	609,099	114,176	1,141	5,335	,000
	dest	503,338	139,978	,943	3,596	,001
	dlat	379,902	160,704	,711	2,364	,025
	dlit	246,874	152,445	,281	1,619	,115
	gdpgr	21,703	12,019	,257	1,806	,081
	inflatio	-17,317	6,074	-,268	-2,851	,008

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	s_t_int, dsvk, dlit, gdppc, dmd, dcz, dest, dpl, a, gdpgr, dlat	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,932 ^a	,868	,825	79,06204

a. Predictors: (Constant), s_t_int, dsvk, dlit, gdppc, dmd, dcz, dest, dpl, gdpgr, dlat

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1272966	10	127296,569	20,365	,000 ^a
	Residual	193775,0	31	6250,806		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), s_t_int, dsvk, dlit, gdppc, dmad, dcz, dest, dpol, gdpgr, dlat

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-512,371	219,673		-3,698	,001
	gdppc	,095	,016	1,320	5,986	,000
	dcz	396,612	99,777	,743	3,975	,000
	dmad	629,806	90,947	1,179	6,925	,000
	dpol	619,574	104,441	,973	5,932	,000
	dsvk	568,369	125,314	1,064	4,536	,000
	dest	506,934	143,935	,949	3,522	,001
	dlat	393,169	163,250	,736	2,408	,022
	dlit	253,550	156,342	,289	1,622	,115
	gdpgr	12,540	11,699	,149	1,072	,292
	s_t_int	-17,471	6,590	-,349	-2,651	,013

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	inflatio, gdppc, dpol, dlit, dmad, dest, dcz, dsvk, gdpgr, s_a t_int, dlat	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,937 ^a	,877	,832	77,44892

a. Predictors: (Constant), inflatio, gdppc, dpol, dlit, dmad, dest, dcz, dsvk, gdpgr, s_t_int, dlat

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1286791	11	116980,967	19,502	,000 ^a
	Residual	179950,0	30	5998,335		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), inflatio, gdppc, dpol, dlit, dmad, dest, dcz, dsvk, gdpgr, s_t_int, dlat

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-769,210	217,061		-3,544	,001
	gdppc	,091	,016	1,261	5,741	,000
	dcz	363,857	100,094	,681	3,635	,001
	dmad	590,303	92,813	1,105	6,360	,000
	dpol	539,079	115,233	,847	4,678	,000
	dsvk	552,255	123,215	1,034	4,482	,000
	dest	453,602	145,309	,849	3,122	,004
	dlat	328,463	165,501	,615	1,985	,056
	dlit	191,965	158,433	,219	1,212	,235
	gdpgr	18,832	12,187	,223	1,545	,133
	s_t_int	-9,728	8,227	-,194	-2,182	,025
	inflatio	-11,678	7,692	-,181	-1,518	,139

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	stock_in, dest, dmad, dcz, dlit, dpol, dsvk, dlat, mkt._cap	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,752 ^a	,565	,443	141,18024

a. Predictors: (Constant), stock_in, dest, dmad, dcz, dlit, dpol, dsvk, dlat, mkt._cap

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	828921,1	9	92102,346	4,621	,001 ^a
	Residual	637819,6	32	19931,861		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), stock_in, dest, dmad, dcz, dlit, dpol, dsvk, dlat, mkt._cap

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-52,688	128,743		-,409	,685
	dcz	11,287	82,828	,021	,136	,892
	dmad	-31,890	101,518	-,060	-,314	,755
	dpol	60,101	114,423	,094	,525	,603
	dsvk	-58,604	84,175	-,110	-,696	,491
	dest	46,833	86,132	,088	,544	,590
	dlat	-97,012	120,795	-,182	-,803	,428
	dlit	-248,357	128,053	-,283	-1,939	,061
	mkt_cap	706,097	316,873	,602	2,228	,033
	stock_in	1,387	1,051	,206	1,320	,196

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	stock_ex, dlat, dpol, dest, dlit, stock_in, dmad, ^a dsvk, dcz	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,706 ^a	,499	,358	151,60745

a. Predictors: (Constant), stock_ex, dlat, dpol, dest, dlit, stock_in, dmad, dsvk, dcz

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	731226,5	9	81247,389	3,535	,004 ^a
	Residual	735514,2	32	22984,818		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), stock_ex, dlat, dpol, dest, dlit, stock_in, dmad, dsvk, dcz

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	204,507	65,849		3,106	,004
	dcz	62,654	119,482	,117	,524	,604
	dmad	104,424	87,863	,196	1,188	,243
	dpol	-83,003	105,205	-,130	-,789	,436
	dsvk	-74,278	115,538	-,139	-,643	,525
	dest	,164	94,732	,000	,002	,999
	dlat	-281,963	97,572	-,528	-2,890	,007
	dlit	-338,269	130,415	-,385	-2,594	,014
	stock_in	2,605	,968	,387	2,692	,011
	stock_ex	-13,541	57,474	-,047	-,236	,815

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression**Variables Entered/Removed^b**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	mkt._cap, dlit, dsvk, dest, dcz, stock_in, dpol, dmad, stock_ex, dlat	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,762 ^a	,580	,444	140,97742

a. Predictors: (Constant), mkt._cap, dlit, dsvk, dest, dcz, stock_in, dpol, dmad, stock_ex, dlat

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	850627,1	10	85062,705	4,280	,001 ^a
	Residual	616113,6	31	19874,633		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), mkt._cap, dlit, dsvk, dest, dcz, stock_in, dpol, dmad, stock_ex, dlat

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-139,946	153,293		-,913	,368
	dcz	-89,917	127,354	-,168	-,706	,485
	dmad	-77,636	110,420	-,145	-,703	,487
	dpol	61,739	114,270	,097	,540	,593
	dsvk	-132,861	110,063	-,249	-1,207	,237
	dest	24,411	88,644	,046	,275	,785
	dlat	-85,183	121,151	-,160	-,703	,487
	dlit	-229,238	129,171	-,261	-1,775	,086
	stock_in	1,232	1,060	,183	1,162	,254
	stock_ex	65,156	62,347	,228	1,045	,304
	mkt._cap	904,754	369,128	,771	2,451	,020

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	s_t_int, dsvk, mkt._cap, dlit, dest, stock_in, stock_ex, gdppc, dpol, dcz, gdpgr, dmad, dlat ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,943 ^a	,890	,839	75,96040

a. Predictors: (Constant), s_t_int, dsvk, mkt._cap, dlit, dest, stock_in, stock_ex, gdppc, dpol, dcz, gdpgr, dmad, dlat

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1305181	13	100398,552	17,400	,000 ^a
	Residual	161559,5	28	5769,982		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), s_t_int, dsvk, mkt._cap, dlit, dest, stock_in, stock_ex, gdppc, dpol, dcz, gdpgr, dmad, dlat

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-929,031	225,342		-4,123	,000
	dcz	405,858	136,364	,760	2,976	,006
	dmad	751,229	136,454	1,407	5,505	,000
	dpol	655,653	108,210	1,030	6,059	,000
	dsvk	613,627	155,662	1,149	3,942	,000
	dest	541,893	150,785	1,015	3,594	,001
	dlat	409,672	161,036	,767	2,544	,017
	dlit	325,161	160,760	,371	2,023	,053
	stock_in	-,270	,652	-,040	-,414	,682
	stock_ex	46,103	34,621	,161	1,332	,194
	mkt_cap	-224,106	247,035	-,191	-,907	,372
	gdppc	,111	,019	1,542	5,771	,000
	gdpgr	18,760	12,937	,222	1,450	,158
	s_t_int	-19,385	6,470	-,387	-2,996	,006

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	inflatio, gdppc, dpol, dlit, dmad, dest, dcz, dsvk, gdpgr, s_ t_int, mkt_ cap, dlat	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,947 ^a	,896	,853	72,42587

a. Predictors: (Constant), inflatio, gdppc, dpol, dlit, dmad, dest, dcz, dsvk, gdpgr, s_t_int, mkt_cap, dlat

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1314621	12	109551,747	20,885	,000 ^a
	Residual	152119,7	29	5245,507		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), inflatio, gdppc, dpol, dlit, dmad, dest, dcz, dsvk, gdpgr, s_t_int, mkt._cap, dlat

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-884,887	209,104		-4,232	,000
	dcz	483,624	107,075	,906	4,517	,000
	dmad	790,904	122,954	1,481	6,432	,000
	dpol	578,944	109,140	,909	5,305	,000
	dsvk	697,654	131,382	1,306	5,310	,000
	dest	541,904	141,189	1,015	3,838	,001
	dlat	361,996	155,451	,678	2,329	,027
	dlit	284,809	153,543	,325	1,855	,074
	mkt._cap	-463,934	201,414	-,395	-2,303	,029
	gdppc	,114	,018	1,577	6,382	,000
	gdpgr	26,089	11,824	,309	2,206	,035
	s_t_int	-8,121	7,725	-,162	-1,051	,302
	inflatio	-14,276	7,281	-,221	-1,961	,060

a. Dependent Variable: nav_pc

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	mkt._cap, dlit, dsvk, dest, dcz, leto, dpol, gdppc, gdpgr, s_t_int, dmad, dlat ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: nav_pc

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,952 ^a	,906	,868	68,82068

a. Predictors: (Constant), mkt._cap, dlit, dsvk, dest, dcz, leto, dpol, gdppc, gdpgr, s_t_int, dmad, dlat

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1329388	12	110782,365	23,390	,000 ^a
	Residual	137352,3	29	4736,286		
	Total	1466741	41			

a. Predictors: (Constant), mkt._cap, dlit, dsvk, dest, dcz, leto, dpol, gdppc, gdpgr, s_t_int, dmad, dlat

b. Dependent Variable: nav_pc

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	160636,2	59488,825		2,700	,011
	gdppc	,213	,039	2,948	5,392	,000
	leto	-81,227	29,909	-,742	-2,716	,011
	gdpgr	31,198	11,593	,370	2,691	,012
	s_t_int	-32,692	7,994	-,653	-4,090	,000
	dcz	868,324	167,136	1,626	5,195	,000
	dmad	1332,534	224,379	2,495	5,939	,000
	dpol	1336,024	262,702	2,099	5,086	,000
	dsvk	1325,557	262,740	2,482	5,045	,000
	dest	1082,722	223,076	2,027	4,854	,000
	dlat	1073,464	275,469	2,010	3,897	,001
	dlit	1006,151	281,932	1,147	3,569	,001
	mkt._cap	-407,362	189,086	-,347	-2,154	,040

a. Dependent Variable: nav_pc

11 Slovar prevodov tujih izrazov

<i>Bond Mutual Fund</i>	- Obvezniški vzajemni sklad
<i>Closed-End Fund</i>	- Zaprti sklad
<i>Corporate Governance</i>	- Korporacijsko upravljanje
<i>Currency Board</i>	- Valutni odbor
<i>Custodian</i>	- Skrbnik
<i>Diversification</i>	- Razpršitev
<i>Dummy variable</i>	- Neprava spremenljivka
<i>Emerging Markets</i>	- Razvijajoči trgi
<i>Equity Mutual Fund</i>	- Delniški vzajemni sklad
<i>Hybrid Mutual Fund</i>	- Mešani vzajemni sklad
<i>Management fee</i>	- Upravljavska provizija
<i>Market Capitalization</i>	- Tržna kapitalizacija
<i>Money Market Mutual Fund</i>	- Vzajemni sklad denarnega trga
<i>Net Asset Value</i>	- Neto vrednost sredstev
<i>Open-End Fund</i>	- Odprti sklad
<i>Pension Fund</i>	- Pokojninski sklad
<i>Portfolio</i>	- Premoženje
<i>Portfolio Manager</i>	- Upravljavec premoženja
<i>Purchasing Power Parity</i>	- Pariteta kupne moči
<i>Short sale</i>	- Prodaja na kratko