

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

SPECIALISTIČNO DELO

**UPRAVLJANJE INVESTICIJSKIH SKLADOV
V DRŽAVAH VZHODNE IN JUGOVZHODNE EVROPE**

Ljubljana, februar 2005

JURE MIKUŽ

IZJAVA

Študent **Jure Mikuž** izjavljam, da sem avtor tega specialističnega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **doc. dr. Silve Deželan** in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo specialističnega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	5
1.1	Namen specialistične naloge.....	6
1.2	Uporabljene metode.....	7
1.3	Struktura specialističnega dela.....	8
2	INSTITUCIONALNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA	8
3	VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI	12
3.1	Zakonodaja.....	15
3.2	Razvoj investicijskih družb v Sloveniji.....	16
4	VZAJEMNI SKLADI NA RAZVITIH TRGIH KAPITALA	17
5	VZAJEMNI SKLADI V VZHODNI IN JUGOVZHODNI EVROPI	19
5.1	Osnovne značilnosti izbranih držav Vzhodne in Jugovzhodne Evrope in njihovih gospodarstev.....	21
6	ANALIZA IZBRANIH DRŽAV VZHODNE IN JUGOVZHODNE EVROPE	25
6.1	Bolgarija.....	26
6.1.1	<i>Zakonodaja in davčni okvir</i>	26
6.1.2	<i>Kapitalski trg</i>	27
6.1.3	<i>Vzajemni skladi</i>	28
6.2	Romunija.....	29
6.2.1	<i>Zakonodaja in davčni okvir</i>	29
6.2.2	<i>Kapitalski trg</i>	30
6.2.3	<i>Vzajemni skladi</i>	32
6.3	Madžarska.....	33
6.3.1	<i>Zakonodaja in davčni okvir</i>	33
6.3.2	<i>Kapitalski trg</i>	35
6.3.3	<i>Vzajemni skladi</i>	37
6.4	Hrvaška.....	38
6.4.1	<i>Zakonodaja in davčni okvir</i>	38
6.4.2	<i>Kapitalski trg</i>	40
6.4.3	<i>Vzajemni skladi</i>	42
6.5	Češka.....	43
6.5.1	<i>Zakonodaja in davčni okvir</i>	43
6.5.2	<i>Kapitalski trg</i>	46
6.5.3	<i>Vzajemni skladi</i>	48
6.6	Slovaška.....	48
6.6.1	<i>Zakonodaja in davčni okvir</i>	48
6.6.2	<i>Kapitalski trg</i>	50
6.6.3	<i>Vzajemni skladi</i>	52
6.7	Poljska.....	53
6.7.1	<i>Zakonodaja in davčni okvir</i>	53
6.7.2	<i>Kapitalski trg</i>	54
6.7.3	<i>Vzajemni skladi</i>	56

6.8	Rusija.....	56
6.8.1	<i>Zakonodaja in davčni okvir.....</i>	56
6.8.2	<i>Kapitalski trg.....</i>	58
6.8.3	<i>Vzajemni skladi.....</i>	60
6.9	Povzetek razmer na področju zakonodaje, kapitalskih trgov in vzajemnih skladov izbranih držav.....	61
6	OBLIKOVANJE NALOŽBENE POLITIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV NA IZBRANIH TRGIH KAPITALA	63
7.1	Bolgarija.....	65
7.2	Romunija.....	66
7.3	Madžarska.....	67
7.4	Hrvaška.....	68
7.5	Češka.....	70
7.6	Slovaška.....	71
7.7	Poljska.....	72
7.8	Rusija.....	73
8	SKLEP.....	74
	LITERATURA.....	77
	VIRI.....	79

1 UVOD

Bistvo upravljanja premoženja je v tem, da je delovanje kapitalskih trgov preveč zapleteno za širšo populacijo, ki pa je vseeno del tega posla. In ker smo ljudje najbolj občutljivi ravno pri vprašanih, ki se dotikajo naših prihrankov, je nastal tu prostor za razvoj panoge, ki se ukvarja izključno s tem, da širšim množicam omogoča doseganje donosov na njihova sredstva, obenem pa bedi nad njimi in jih skuša obvarovati pred tveganji, katera se pojavljajo na kapitalskih trgih.

Ko govorimo o upravljanju premoženja, imamo v mislih predvsem dva temeljna principa. Prvi je individualno, drugi pa kolektivno upravljanje premoženja. Pri individualnem upravljanju premoženja upravitelj obravnava portfelj vsake od strank kot ločeno enoto in njegovo strukturo kar najbolje prilagodi potrebam in željam posamezne stranke. Storitev je primerna za večje stranke, medtem ko zaradi relativno visokih stroškov, ki ob tem nastajajo, pogosto ni primerna za manjše investitorje. Slednjim je namenjena storitev kolektivnega upravljanja premoženja. Ta se izvaja preko različnih oblik investicijskih skladov. Najpogostejši obliki sta investicijska družba in vzajemni sklad. Zaprti investicijski skladi oziroma investicijske družbe delujejo kot navadne delniške družbe, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu, medtem ko investicijski kuponi vzajemnih skladov le redko kotirajo na organiziranem trgu. Vzajemne sklade odlikuje velika raznolikost, ki se kaže pretežno skozi različnost posameznih investicijskih politik.

V Sloveniji se je panoga investicijskih skladov razvila v zadnjem desetletju, pravi razcvet pa je doživela v letu 2001. Razlogov za tovrstno spremembo varčevalnih navad slovenskih varčevalcev je bilo več. Najpomembnejši je bil zniževanje obrestnih mer v poslovnih bankah, nižanje stopnje inflacije, veliko pa so k uspehu prispevale tudi prevzemne zgodbe na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev in posledično nadpovprečne rasti delniških tečajev. Še vedno so razmere na trgu vzajemnih skladov v Sloveniji daleč od razmer, ki vladajo v drugih državah Evropske unije in v ZDA. To je tudi logično, saj je panoga investicijskih skladov nujno povezana s tradicijo. Te v Sloveniji primanjkuje, medtem ko upravitelji na Zahodu svoj konkurenčni položaj pogosto utrjujejo s poudarjanjem njihove zgodovine poslovanja in preteklih donosov. Investitorji praviloma svoja sredstva raje zaupajo v upravljanje institucijam, katere odlikujejo uspehi pri upravljanju v preteklosti, medtem ko so do novih družb za upravljanje, ki se pojavijo na trgu, dokaj zadržani. Zaradi velike raznolikosti strank in njihovih pričakovanj pri zaupanju sredstev v upravljanje družbam za upravljanje se je skozi daljše časovno obdobje izkazalo, da stranke dajejo prednost varnosti sredstev, medtem ko pretekle donosnosti sklada postavljajo nekoliko v ozadje. Razlog za tovrstno ravnanje je v tem, da med strankami v vzajemnih skladih ne prevladujejo špekulantsko usmerjeni investitorji, temveč konzervativno naravnani varčevalci, ki obravnavajo naložbe v vzajemne sklade kot alternativno naložbo depozitom v poslovnih bankah. V razvitih državah velik del sredstev v upravljanju vzajemnih skladov predstavljajo sredstva v vzajemnih pokojninskih skladih. Ta sredstva so še posebej varno naložena in pri njih so donosi povsem podrejeni varnosti.

Omenjene zakonitosti veljajo za razvite države, medtem ko se v evropskih državah, ki so večinoma nastale po razpadu velikih sistemov v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja, tovrstne zakonitosti šele oblikujejo. Kapitalski trgi so bili v času socialističnih državnih ureditev pomaknjeni v ozadje ali pa jih sploh ni bilo. Lastništvo v podjetjih je bilo skoncentrirano v državni lasti, centraliziran pokojninski sistem je deloval brez pokojninskih skladov, prihranki občanov pa so bili večinoma v poslovnih bankah. Razmere razvoju panoge investicijskih skladov niso bile naklonjene, posamezni osamljeni poskusi zbiranja sredstev in kolektivnega upravljanja pa so se običajno končali s kazenskimi ovadbami zaradi finančnih manipulacij in drugih kaznivih dejanj.

1.1 Namen specialistične naloge

Slovenija je le ena izmed držav, ki so v devetdesetih letih prejšnjega stoletja nastale iz držav Vzhodne in Srednje Evrope. Glede na to, da procesi privatizacije, pokojninskih in gospodarskih reform v nekaterih državah Srednje in Jugovzhodne Evrope nekoliko zaostajajo za Slovenijo, se mi je zdelo vredno proučiti razmere v tej regiji na področju zakonodaje, ki ureja poslovanje investicijskih skladov, razvoja posameznih kapitalskih trgov ter razmere na trgu investicijskih skladov v posamezni državi. Še preden sem se lotil proučevanja omenjenih področij, sem proučil makroekonomsko okolje v vsaki od proučevanih držav, saj le stabilne makroekonomske razmere omogočajo nemoten razvoj finančnih storitev. Na podlagi ugotovitev analize razmer v posamezni državi je možno iz vseh možnih izluščiti države, v katerih so razmere za razvoj panoge investicijskih skladov kolikor toliko ugodne.

Na začetku proučevanja je potrebno iz analize izločiti države, kjer že na prvi pogled razvoj panoge ni mogoč zaradi politične nestabilnosti, slabih makroekonomskih razmer ali zaradi zasičenosti ponudbe tovrstnih storitev. Med državami, v katerih na podlagi analize ugotavljam kolikor toliko ugodne pogoje za razvoj panoge investicijskih skladov, je nadalje potrebno ločiti tiste, v katerih je okolje primerno za ustanovitev družbe za upravljanje skladov od drugih, v katerih kljub normalnim makroekonomskim razmeram zaradi različnih vzrokov trenutno vstop na trg ni smiseln. Pri tem ni nepomembno dejstvo, da države, ki ponujajo primerno makroekonomsko okolje za razvoj te panoge, še niso avtomatsko primerne za vstop novih družb za upravljanje na njihov trg. Ponekod, kjer je bančni sektor v rokah tujih lastnikov, so te banke že pričele ponujati tudi storitve kolektivnega upravljanja premoženja oziroma bolje rečeno, začele so tržiti investicijske kupone svojih vzajemnih skladov, ki jih upravljajo v državi, kjer imajo svoj sedež. Zaradi njihove razvejane poslovne mreže in obvladovanja trga finančnih storitev je konkurenčen boj v teh državah pretežak in za nove udeležence pogosto ni smiseln. Kjer konkurenca še ni prisotna v taki meri, obstajajo drugi problemi, ki so doslej odvrčali finančne institucije od vstopa na te trge.

Glavni namen naloge je proučiti celotno področje Srednje in Vzhodne ter Jugovzhodne Evrope, kapitalske trge teh držav, zakonodajo, makroekonomske razmere ter razmere v panogi investicijskih skladov v vsaki od držav. Za države, kjer so zagotovljeni vsaj osnovni pogoji za normalno delovanje investicijskih skladov, je nadalje namen predlagati primerne oblike

investicijskih skladov, s katerimi bi bilo v tem trenutku mogoče doseči določene konkurenčne prednosti ter morebiti zapolniti posamezne tržne niše. Ker se razmere med posameznimi proučevanimi državami močno razlikujejo, nameravam tudi ugotoviti, katere so države, ki jim je torej potrebno dati prednost pri širitvi poslovne mreže. Vsekakor je časovni vidik pri širitvi poslovne mreže na to področje izredno pomemben in zato je ključnega pomena, da časovno razporedimo ustanavljanje družb za upravljanje v posameznih državah glede na razmere na posameznem trgu.

Na koncu prvega dela uvoda naj poudarim še nekaj posebnosti, s katerimi se srečujemo pri proučevanju držav z nerazvitimi kapitalskimi trgi in pomanjkljivo zakonodajo. Kot sem omenil že na začetku, v panogi finančnih storitev tradicija ogromno pomeni, prav tako pretekla gibanja. Na podlagi zgodovinskih podatkov in ekstrapolacij le-teh v prihodnost temeljijo praktično vsi modeli, s katerimi analiziramo posamezne trge, panoge in posamezne naložbe na razvitih kapitalskih trgih. Na trgih, katerim je posvečena ta naloga, zgodovinskih podatkov praktično ni. Prav tako je včasih izredno težko dobiti realne podatke o poslovanju posameznih družb, saj so zakoni glede prikazovanja finančnih rezultatov podjetij dokaj ohlapni. Proučevanje je zato bolj usmerjeno v izdelovanje primerjanih scenarijev na podlagi izkušenj iz drugih tranzicijskih držav, z upoštevanjem pogojev, primerjalnih prednosti in slabosti, ki vladajo v posamezni državi.

Drug pomemben faktor je preglednost trga in dostopnost informacij. Kapitalski trg je srce vsakega razvitega finančnega sistema. Dostopnost informacij o dogajanju na tem trgu je zato nujna. Pri proučevanju posameznih trgov s tega področja se poleg tega, da jih ne moremo analizirati na podlagi preteklih gibanj, srečujemo še z veliko težavo netransparentnosti in trgovanja na podlagi notranjih informacij. Temu moramo pri proučevanju dodati še dokaj visoko stopnjo t. i. deželnega tveganja, kateremu smo pri investiranju v tovrstne države izpostavljeni bolj kot na razvitih trgih. Posledica vseh teh težav je nekoliko drugačna metoda analize, več improvizacije in vzpostavljanja kontaktov z lokalnimi udeleženci trgov. Ti nam s svojim poznavanjem lokalnih razmer lahko veliko pomagajo, seveda pa je potrebna pri tem tudi precejšnja mera zaupanja, kar je na začetku lahko dokaj zahtevno.

V Sloveniji se je že nekaj družb za upravljanje odločilo, da v posameznih državah te regije ustanovijo svoje hčerinske družbe. Celotne strategije širjenja na to področje zaenkrat nisem zasledil še pri nobeni od družb. Večinoma so najprej posegle na področje bivše skupne države, kar lahko bolj pripišem lažji komunikaciji in poznavanju lokalnih razmer kot izsledkom primerjalne analize razmer v državah na tem področju.

1.2 Uporabljene metode

Izdelava naloge je temeljila na proučitvi teoretične podlage, ki mi je omogočila spoznavanje temeljnih zakonitosti delovanja investicijskih skladov in družb za upravljanje kot tudi na proučevanju praktičnih primerov iz preteklosti in ocene trenutnih razmer na posameznih trgih. Pred pričetkom proučevanja razmer na posameznih področjih sem skušal temeljito proučiti značilnosti posameznih organizacijskih oblik investicijskih skladov, njihovih prednosti in

pomanjkljivosti ter primernosti v danih razmerah. Pri tem sem uporabil strokovno literaturo tujih in domačih avtorjev, strokovne članke, objavljene v strokovnih revijah in na spletnih straneh ter prospekte tujih in domačih vzajemnih skladov.

Pri izdelavi drugega dela naloge, kjer proučujem razmere na posameznih trgih, sem se opiral na strokovne vire, pridobljene večinoma na internetnih straneh in v strokovnih revijah, te pa sem skušal kombinirati s svojim znanjem, ki sem si ga pridobil med dodiplomskim in podiplomskim študijem na Ekonomski fakulteti v Ljubljani ter z izkušnjami, ki sem si jih pridobil kot borzni posrednik in upravitelj premoženja v šestih letih delovanja na slovenskem in tujih kapitalskih trgih. Pri proučevanju razmer na posameznih trgih mi je bil v veliko pomoč informacijski sistem Bloomberg, precej informacij pa sem pridobil od lokalnih institucij za nadzor nad kapitalskimi trgi na posameznih področjih.

1.3 Struktura specialističnega dela

Naloga je strukturirana kot priročnik za tiste, ki se odločajo za ustanovitev družbe za upravljanje v kateri od proučevanih držav, njeni izsledki pa naj bi bili koristni tudi za investitorje, ki iščejo primerne trge za nalaganje sredstev. Kratkemu opisu osnovnih pojmov, s katerimi se srečujemo pri kolektivnem upravljanju premoženja sledi opis razmer na trgu vzajemnih skladov v Sloveniji in projekcija nadaljnjega razvoja te panoge v Sloveniji. Za lažje razumevanje ciljnih razmer, do katerih naj bi nas razvoj popeljal, sledi opis razmer na področju investicijskih skladov v Zahodni Evropi in ZDA.

Glavna tema naloge je proučitev razmer in možnosti razvoja investicijskih skladov v državah Jugovzhodne in Vzhodne Evrope, čemur sta namenjeni peto in šesto poglavje. V sedmem poglavju sem na podlagi izsledkov analize, ki je opisana v prejšnjih dveh, oblikoval naložbeno politiko in vzorčno premoženje vzajemnih skladov v vsaki od proučevanih držav, skladno z razmerami, ki vladajo na posameznih trgih teh držav. Nalogo zaključujem z analizo in določanjem držav, v katerih bi bilo smotno čim prej ustanoviti družbe za upravljanje. V sklepu poudarjam glavne ugotovitve, do katerih sem prišel med raziskovanjem.

2 INSTITUCIONALNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA

Institucionalno upravljanje premoženja je tîrmin, ki združuje vse oblike upravljanja finančnega premoženja, pri katerih pogoji niso določeni za vsako stranko posebej, temveč so enaki za celotno skupino ljudi, ki zaupa svoje premoženje določenemu investicijskemu skladu. Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo sredstva vlagateljev in jih investirajo v različne vrste vrednostnih papirjev ter drugih finančnih instrumentov. Glavna prednost investicijskih skladov pred individualnim upravljanjem premoženja so nižji stroški za posameznega vlagatelja, ki nastanejo zaradi ekonomije obsega, druge pomembne funkcije teh skladov pa so še sledeče (Bodie et al, 2002, str. 104):

1. *Vodenje evidenc in administrativnih postopkov* – investicijski skladi redno poročajo o vrednosti in vrsti premoženja, vodijo evidenco kapitalskih dobičkov, dividend, nakupov in prodaj delnic

(točk) investicijskega sklada ter ponujajo možnost reinvestiranja dividend in obrestnih prihodkov v imenu vlagateljev.

2. *Razpršitev in deljivost naložb* – Z zbiranjem sredstev investicijskega sklada omogočajo vlagateljem, da lahko posedujejo določen delež cele palete različnih vrednostnih papirjev. Tako lahko investicijski skladi na finančnih trgih nastopajo kot veliki vlagatelji, medtem ko posamezniki tega v veliki večini ne zmorejo ali ne smejo.
3. *Profesionalno upravljanje z naložbami* – Večina investicijskih skladov, čeprav ne vse, za polni delovni čas zaposluje analitike vrednostnih papirjev in upravljavce portfeljev, ki se trudijo doseči nadpovprečne rezultate za njihove vlagatelje.¹
4. *Omogočajo dostop do nižjih transakcijskih stroškov* – Ker investicijski skladi največkrat trgujejo v svežnjih, lahko dosežejo precejšnje prihranke pri borzno-posredniških provizijah.²

Prednosti investiranja v vzajemne sklade zelo podobno razčlenjuje tudi Bogle (1999, str. 50), in sicer so po njegovem to:

- široka razpršenost naložb;
- profesionalno in strokovno upravljanje z naložbami;
- visoka likvidnost delnic in investicijskih kuponov vzajemnih skladov;
- enostavnost in udobnost vlaganja preko vzajemnih skladov.

Poleg navedenih prednosti najdemo v literaturi še peto, in sicer varnost pred izgubo zaradi neetičnih razlogov (Fredman in Wiles, 1998, str. 30). Investicije v vzajemne sklade imajo tudi svoje slabe strani, ki se kažejo predvsem v (Bogle, 1994, str. 55-56):

- nepreglednosti stroškov poslovanja investicijskega sklada ter v spremenljivosti teh stroškov;
- tovrstno investiranje investitorjem ne omogoča nadzora nad realizacijo kapitalskih dobičkov;
- izmed množice investicijskih skladov, ki se pojavljajo na trgu, je vedno težje izbrati pravi investicijski sklad, kar skupaj s specializacijo skladov zmanjšuje bistvo investiranja v tovrstne finančne instrumente;
- brezoseben odnos med vlagatelji in investicijskimi svetovalci vzajemnih skladov.

Investicijski skladi se pojavljajo v različnih pravno-organizacijskih oblikah, med katerimi so najpogostejši odprti investicijski skladi, imenovani tudi vzajemni skladi (ang. open-end mutual funds). Investitorji vzajemnih skladov prihajajo iz zelo različnih družbenih krogov in iz skupin z zelo različnimi višinami dohodkov. Ravno to je njihova prednost. Med investitorji so mnogi takšni, ki so večji investiranja, pa za to nimajo časa, prevladujejo pa tisti, ki o investiranju ne vedo veliko, ene in druge pa veže skupna značilnost – odločili so se, da svoje prihranke ali presežek v osebem proračunu, ki so ga v pričakovanju ustrezno visokih donosov sposobni pogrešati, in vsaj del svojih naložbenih aktivnosti prepustijo profesionalcem (Gitman in Joehnk, 1998, str. 495). **Vzajemni sklad** je premoženje v obliki vrednostnih papirjev in denarja ter je v izključni lasti

¹ Nekateri investicijski skladi ne upravljajo finančnih naložb sami, temveč jih dajo v upravljanje drugim finančnim institucijam, ki imajo za to dovoljenje, v Sloveniji izdano s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev.

² Prihranki pri borzno posredniških provizijah se poznajo tudi pri običajnih poslih na organiziranem trgu kapitala, ne le pri poslih s svežnji. Investicijski skladi imajo namreč dogovorjene ugodnejše borzno-posredniške provizije od večine individualnih investitorjev.

imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote oziroma točke, investicijski kupon pa se lahko glasi na eno ali več enot premoženja. Investicijski kuponi vzajemnega sklada dajejo njihovim imetnikom pravico do sorazmernega deleža prihodka, ki ga družba, ki upravlja vzajemni sklad ustvari z vanj vloženimi sredstvi. Vzajemni skladi sodijo med odprte investicijske sklade, ki zbirajo prihranke tako, da varčevalci kupijo njihove delnice (oziroma kupone). Vzajemni skladi so odprti investicijski skladi zato, ker obseg izdanih delnic ni omejen in se jih vsak dan izda toliko, kolikor je po njih povpraševanja. Lastniki delnic lahko te delnice kadarkoli unovčijo pri vzajemnem skladu po dnevni tržni vrednosti, vendar pa delnice sklada niso predmet prodaje in nakupa na trgu vrednostnih papirjev. Tako mora imeti vzajemni sklad vedno dovolj rezerv v denarju, da lahko delnice unovči (Mramor, 1993, str. 93).

Obstajata dva različna tipa organizacijske oblike vzajemnega sklada, in sicer na eni strani tradicionalna ter vzajemna organizacijska oblika na drugi strani. V praksi so skoraj vsi delujoči vzajemni skladi organizirani po tradicionalni obliki, z izjemo družine skladov »The Vanguard Group«, ki deluje po vzajemnih organizacijski obliki. Glavne razlike med obema oblikama so sledeče: pri tradicionalni obliki imajo delničarji družbe za upravljanje v lasti družbo za upravljanje, ki obvladuje vzajemni sklad, ki pa je nadalje v lasti delničarjev samega vzajemnega sklada. Če delničarji družbe za upravljanje niso isti kot delničarji vzajemnega sklada, zlahka prihaja do konflikta interesov (t. i. problem agenta). Pri vzajemni obliki pa imajo delničarji vzajemnih skladov v lasti vzajemne sklade, ti pa imajo nadalje v lasti družbo za upravljanje. Problema agenta pri tej obliki ni (Bogle, 1999, str. 276).

Če pogledamo aktivno stran bilance stanja, se skladi med seboj razlikujejo glede na pogostost sprememb njihovega premoženja (Mramor, 2000, str.89–93):

- skladi, ki so aktivno upravljani,
- skladi, za katere je značilno, da ohranjajo svoje premoženje dalj časa nespremenjeno, in
- skladi, katerih premoženje je fiksirano in se v času poslovanja sklada ne spreminja.

Poleg vzajemnih skladov se investicijski skladi pojavljajo tudi kot zaprti investicijski skladi, ali na kratko kot **investicijske družbe**. Od vzajemnih skladov se investicijske družbe ločijo po tem, da je obseg njihovih izdanih delnic omejen oziroma se spreminja le pod pogoji, ki jih določa zakonodaja s področja poslovanja gospodarskih družb v posamezni državi.³ Posamezni vlagatelj, ki želi prodati svoje delnice investicijske družbe, mora to storiti preko pooblaščenega udeleženca kapitalskega trga, prodati pa jih mora drugemu vlagatelju. Praviloma se transakcije sklepajo na sekundarnem trgu kapitala. Tržna cena delnice investicijske družbe se vzpostavlja na organiziranem trgu kapitala in ni nujno enaka vrednosti enote premoženja sklada. Kadar je tržna cena investicijske družbe višja od enote vrednosti premoženja sklada, pravimo, da delnica kotira s premijo, ko pa je tržna cena nižja od enote vrednosti premoženja, pravimo, da delnica kotira z diskontom. Ker investicijske družbe niso zavezane k temu, da bi morale odkupovati delnice vlagateljev, lahko svoja sredstva investirajo dolgoročneje. Posledica večje stalnosti portfelja in več

³ Postopki zmanjšanja oziroma povečanja osnovnega kapitala, v Sloveniji ureja to področje Zakon o gospodarskih družbah.

časa, namenjenega analizam gibanja vrednosti vrednostnih papirjev so mnogokrat ugotovljeni boljši rezultati zaprtih skladov v primerjavi z odprtimi (Lubej, 2002, str. 32).

Med vzajemnimi skladi obstajajo precejšnje razlike zaradi velike raznolikosti njihovih naložbenih politik. Najpogostejše oblike vzajemnih skladov so:

- *delniški vzajemni skladi* – v njihovih portfeljih prevladujejo naložbe v delnice in druge oblike lastniških vrednostnih papirjev;
- *obvezniški vzajemni skladi* – v njihovih portfeljih prevladujejo naložbe v raznorazne oblike obveznic in drugih dolžniških finančnih instrumentov;
- *mešani vzajemni skladi* – imenovani tudi uravnoteženi vzajemni skladi, v katerih so deleži dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev izenačeni.

Priljubljenost posameznih osnovnih vrst vzajemnih skladov se iz leta v leto spreminja, odvisno od gibanja cen posameznih tipov naložb na finančnih trgih. Ameriško združenje investicijskih skladov deli v grobem vzajemne sklade v štiri skupine (delniški, obvezniški, mešani, denarnega trga), natančneje pa jih razvršča v 33 skupin (Investment Company Institute, 2004). Poleg omenjenih oblik obstajajo tudi **posebni vzajemni skladi**. Njihova posebnost je v tem, da so njihove investicijske politike stalne in se ne spreminjajo. Praviloma je njihova življenjska doba določena že ob ustanovitvi. Tovrsten vzajemni sklad ustanovi sponzor (običajno borzno posredniška družba ali kar borza), tako da zbere določen portfelj vrednostnih papirjev ter jih vloži v sklad, nad katerim bedi skrbnik (običajno ena od komercialnih bank). Nato sponzor proda točke sklada vlagateljem po ceni, ki je od 0,5 do 4 odstotke višja od stroškov nakupa vrednostnih papirjev v portfelju. Ta provizija predstavlja sponzorju tudi glavni motiv za ustanovitev sklada. Čeprav se s posebnimi investicijskimi skladi na organiziranem trgu ne trguje, pa lahko vlagatelji vsak dan prodajo točke sponzorju, ki jih odkupuje po cenah, ki so zelo blizu vrednosti enote premoženja v skladu. Ker ni aktivnega upravljanja premoženja v portfelju posebnega vzajemnega sklada, so tudi upravljaljske provizije običajno zelo nizke (na letni ravni znašajo 0,15 odstotkov od povprečne vrednosti sredstev v upravljanju). Višina provizij vzajemnih skladov je sicer zelo različna. V splošnem stroške vlaganja v sklade delimo na provizije, ki jih vlagatelj plača neposredno (angl. shareholder fees) in na letne operativne stroške (ang. annual fund operating expenses), ki si jih upravitelj odšteje od čiste letne vrednosti sredstev sklada, kar pomeni, da jih vlagatelj poravnava neposredno (Benz et al, 2003, str. 49).

Družbe za upravljanje investicijskih skladov morajo redno poročati in objavljati informacije, ki se nanašajo na poslovanje njihovih investicijskih skladov. Družbe morajo namreč izdelati prospekt, objaviti revidirano letno poročilo, objaviti vse pomembnejše dogodke in podatke o naložbah ter objaviti vrednost enote premoženja, oz. krajše VEP (Juhart, 2001, str. 170).

Preden se resneje lotimo proučevanja poslovanja vzajemnih skladov in investicijskih družb, moramo pojasniti še pojem vrednosti enote premoženja sklada (VEP). To je vrednost, ki jo mora vzajemni sklad dnevno izračunavati in tudi objavljati. VEP dobimo tako, da od tržne vrednosti vseh naložb, ki jih ima sklad na določen dan, odštejemo vse obveznosti, ki jih mora sklad

poravnati tisti dan, dobljeno razliko, ki jo imenujemo čista vrednost sredstev (ČVS), pa delimo s številom vseh delnic sklada, ki jih imajo na tisti dan v lasti vsi vlagatelji.⁴

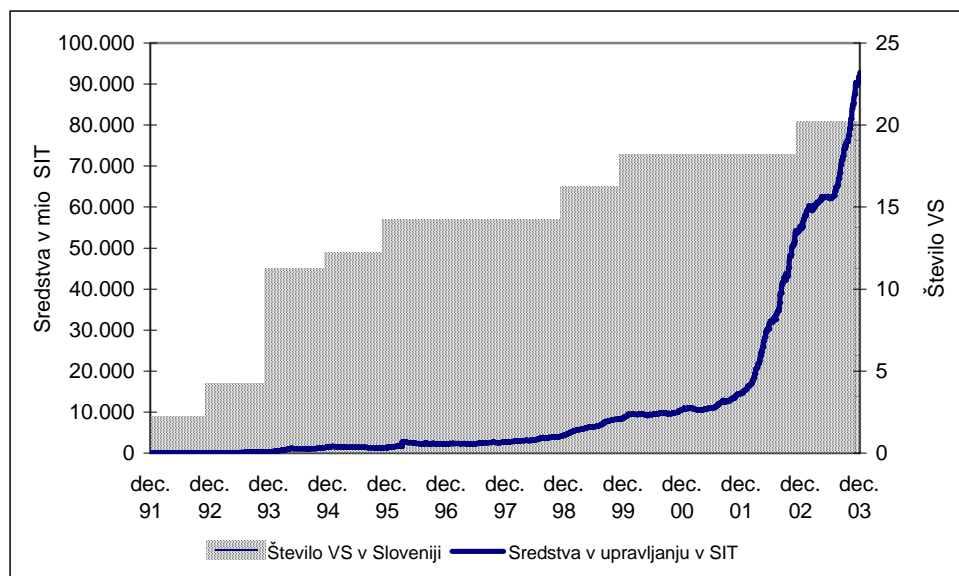
3 VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI

Začetki poslovanja vzajemnih skladov v Sloveniji segajo v leto 1992. Takrat je bil ustanovljen prvi vzajemni sklad Galileo. Ustanovilo ga je podjetje PM&A. Omenjeni sklad je leta 1996 prišel pod upravljanje Kmečke družbe d.d., ki je bila prvotno ustanovljena za zbiranje lastninskih certifikatov. Konec leta 1992 je bila ustanovljena tudi LBM Piramida.

V devetdesetih letih je razvoj vzajemnih skladov potekal precej prekinjeno in v odvisnosti od razmer na domačem trgu kapitala. V letu 1993 so bili ustanovljeni trije vzajemni skladi, leto pozneje pa kar sedem (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 109). Razlog za to je bila ureditev nove zakonodaje (ZISDU) pa tudi razmere na kapitalskem trgu, saj so v tem času delnice nekaterih največjih slovenskih podjetij kotirale pri izredno nizkih vrednostih glede na njihove finančne kazalce. Razvoj novih skladov se je povsem zaustavil v letih 1997 in 1998, kar je sovpadalo z napovedanimi uvedbami skrbniških računov za tujce in s tem povezano stagnacijo slovenskega kapitalskega trga. V letih 1997 do 2000 so vzajemni skladi dosegali v povprečju boljše rezultate od povprečnega rezultata na slovenskem sekundarnem trgu delnic, merjenega s slovenskim borznim indeksom. Gibanje povprečnih donosov vzajemnih skladov nad donosnostjo SBI je bilo sicer mogoče zaslediti tudi pred letom 1997, vendar je potrebno pri tem upoštevati drugačne razmere, ki so takrat vladale na slovenskem trgu kapitala. ZISDU je namreč začel veljati šele v letu 1994 in dejavnost investicijskih skladov ni bila primerno regulirana. Prostora za manipulacije tečajev in prikazovanje visokih donosov je bilo veliko, najizrazitejši primer tega ravnanja pa je bila družba Dadas. (Prohaska, 2000, str. 7-33). Leta 2003 smo v Sloveniji dobili prva sklada, ki sta bila že ob ustanovitvi usklajena z novo zakonodajo in sta lahko investirala več kot desetino sredstev v vrednostne papirje na tujih trgih, leta 2004 pa prvi vzajemni sklad, ki se je preoblikoval iz investicijske družbe, njegova prvotna oblika pa je bila pooblaščen investicijska družba.

⁴ ČVS je enaka likvidacijski vrednosti sklada oziroma znesku, ki ga imamo na razpolago, če prodamo celotno premoženje sklada (Livingston, 1990, str. 88).

Slika 1: Sredstva v upravljanju domačih vzajemnih skladov (v mio SIT) ter število vzajemnih skladov v Sloveniji v obdobju 1991–2003 (stanja konec leta)



Vir: Vzajemci.com, 30. 3. 2004

Trenutno v Sloveniji 12 družb za upravljanje upravlja 21 delniških, mešanih oziroma obvezniških vzajemnih skladov. Skupna vrednost sredstev v teh skladih je na zadnji dan leta 2003 znašala slabih sto milijard slovenskih tolarjev.⁵

Nadaljnji razvoj novih vzajemnih skladov v Sloveniji lahko pričakujemo predvsem kot logično nadaljevanje preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb. Trenutno na prostem trgu Ljubljanske borze kotira deset delnic investicijskih družb, ki so nastale iz pooblaščenih investicijskih družb. Glede na veljavno zakonodajo se morajo te družbe po štirih letih preoblikovati v vzajemne sklade. Pričakujemo lahko tudi razvoj novih produktov domačih družb za upravljanje, saj je v svetu ogromno oblik vzajemnih skladov, ki v Sloveniji še niso razvite. Med tovrstnimi oblikami najdemo sklade denarnega trga (ang. Money market fund)⁶, sklade skladov (ang. umbrella fund)⁷, indeksne⁸ in namenske⁹ sklade in podobno. Prostora za razvoj domačega trga vzajemnih skladov je torej še veliko. Pri tem je zelo pomemben tudi razvoj davčne zakonodaje v Sloveniji. Sedanji davčni sistem v Sloveniji je zelo neugoden za kakršna koli vlaganja v delnice, še posebej pa so diskriminirana vlaganja v vzajemne sklade, ki so na trgu kapitala za male investitorje alternativa bančnim depozitom (Simonetti in Jašovič, 2004).

⁵ Vzajemci.com, 30. 3. 2004

⁶ Sklad denarnega trga je vzajemni sklad, ki mora imeti najmanj 90 odstotkov skupne vrednosti sredstev naloženih skupaj v instrumente denarnega trga in denarne depozite (ZISDU-1).

⁷ Sklad skladov je vzajemni sklad, ki mora imeti najmanj 90 odstotkov vrednosti sredstev naloženih skupaj v investicijskih kuponih oziroma enotah premoženja vzajemnih skladov in/ali v delnicah investicijskih družb (ZISDU-1).

⁸ Indeksni sklad mora imeti najmanj 90 odstotkov sredstev naloženih v naložbah, ki sestavljajo določen priznani borzni indeks, deleži posameznih naložb morajo slediti deležem naložb v indeksu, katerega sledi sklad (ZISDU-1).

⁹ Namenski sklad mora imeti v svoji naložbeni politiki definiran jasen namen osredotočanja oziroma specializiranja v naložbe določene gospodarske dejavnosti, panoge oziroma geografskega področja ipd. (ZISDU-1).

Z vstopom v Evropsko unijo lahko v Sloveniji postopoma pričakujemo tudi prihod tujih družb za upravljanje oziroma njihovih skladov. Vprašanje je sicer, ali je dvomilijonski trg zanimiv za največje svetovne upravljavce vzajemnih skladov, vsekakor pa bodo v tržne deleže obstoječih skladov s svojimi skladi zarezale tuje banke, ki so v Sloveniji že prisotne. Zanimiv bo v prihodnjih letih tudi razvoj struktur slovenskih vzajemnih skladov. Trenutno v portfeljih večine prevladujejo domači vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga. Lahko rečemo, da je srečno naključje dogodkov na domačem trgu kapitala omogočalo v preteklih štirih letih zelo solidne donose, ki so postali pravi magnet za privabljanje novih investorjev v vzajemne sklade. Z razvojem domačega trga kapitala in ustalitvijo tržnih tečajev na relativno visokih ravneh se pred upravitelji tako pojavljajo novi izzivi. Po eni strani je prostora še ogromno, saj varčevanje v vzajemnih skladih predstavlja zgolj nekaj več kot 11 odstotkov skupnega zneska varčevanja v poslovnih bankah¹⁰, kar je v primerjavi z razvitimi državami Zahodne Evrope, sploh pa ZDA, zanemarljiv delež.

Po drugi strani se lahko zgodi, da se tečaji na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev znižajo. V tem primeru bo marsikateri slovenski investitor prvič doživel izgubo na trgu kapitala in zelo veliko vprašanje je, kako bi se na tovrstne izgube odzvali slabše poučeni vlagatelji. V preteklosti smo ob padcih vrednosti delnic pogosto zaznali odlive sredstev iz vzajemnih skladov. Če bi se ti odlivi povečali, bi na kapitalskem trgu nastale težave z likvidnostjo, saj povpraševanje drugih udeležencev trga vrednostnih papirjev trenutno ne odtehta morebitne ponudbe delnic s strani vzajemnih skladov. Domači vzajemni skladi bodo tako morali večji del svojih sredstev investirati v vrednostne papirje na razvitih zahodnih kapitalskih trgih, za kar bo potrebnega veliko več strokovnega znanja s področja finančnih analiz, nadzora nad tveganji ter izkušenj s trgovanjem na teh trgih. Prav slednjih trenutno v Sloveniji najbolj primanjkuje. Izziv domačim institucionalnim investitorjem je v tem, da trgu ponudijo novo zahtevane posredniške storitve, preden bodo tuje institucije zapolnile vrzel. Domače institucije lahko pomagajo domačim malim investitorjem pri globalni razpršitvi portfelja in pri globalnem iskanju dobrih priložnosti za naložbe samo, če bodo dvignile kakovost svojih storitev na raven mednarodnih standardov in povečale svojo verodostojnost pri investitorjih (Simonetti in Jašovič, 2004).

Pomemben del poslovanja domačih družb za upravljanje, ki ga doslej praktično ni bilo, postaja obvladovanje tveganj. Družbe za upravljanje bodo morale skladno z ZISDU-1 ustanoviti službe za obvladovanje tveganj, ki bodo izračunavale glavne parametre glede izpostavljenosti skladov ter parametre, ki jih bodo morali izpolnjevati finančni instrumenti, da bodo primerni za nalaganje v te sklade. Med tovrstnimi parametri sta v državah z razvitimi trgi kapitala in vzajemnimi skladi najpogostejša VaR in Beta. VaR je mera tveganja, izračunana kot predvidena največja izguba ob predpostavljeni stopnji gotovosti napovedi in točno določenem časovnem obdobju (RiskMetrics Group, 1999). Beta posamezne naložbe je mera volatilitnosti odvisne spremenljivke (na primer cene delnice) relativno v primerjavi z neodvisno spremenljivko (na primer borzni indeks). Je predvidena odstotna sprememba cene odvisne spremenljivke v primeru enoodstotne spremembe neodvisne spremenljivke (RiskMetrics Group, 1999).

¹⁰ Konec julija 2004 je skupni znesek hranilnih vlog v poslovnih bankah v Sloveniji znašal 2.210.140 mio SIT (Bilten BS, julij 2004, str. II-8), medtem ko je skupni znesek sredstev v upravljanju vzajemnih skladov v Sloveniji na ta dan znašal 165.186 mio SIT.

Ne smemo pozabiti na razvoj vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji. Začel se je leta 2000 z Zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju in predvideva pokojninske sklade, ki so lahko oblikovani kot pokojninske družbe ali kot vzajemni pokojninski skladi. Zaenkrat je njihova največja težava pri razvoju relativno strogo omejena naložbena struktura (Čebulj, 2004).

3.1 Zakonodaja

Temeljni zakon, ki v tem trenutku ureja področje poslovanja vzajemnih skladov v Sloveniji, je Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU-1, Uradni list RS, 110/2002). V njem so definirani pogoji poslovanja tako samih družb za upravljanje kot tudi njihovih vzajemnih skladov oziroma investicijskih družb na geografskem območju Republike Slovenije. V preteklosti smo bili priča mnogim spremembam in prilagoditvam zakonodaje na področju investicijskih skladov. Glavni razlog za spremembe zakonodaje je bil v tem, da se je glavna investicijskih družb oblikovala ob začetku privatizacije, ko marsikaj na tem področju v Sloveniji še ni bilo povsem jasno. Zakonodaja se je zato sčasoma prilagajala novim razmeram na trgu in skušala omejevati pooblaščenice investicijske družbe pri njihovem izkoriščanju zakonskih vrzeli.

Pomembna sprememba zakonodaje v Sloveniji se je zgodila konec leta 2002. Takrat je stari Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, Uradni list RS, 06/94) iz leta 1994 deloma nadomestil novi ZISDU. Sprememba je bila pomembna zato, ker je stari zakon urejal poslovanje tako investicijskih družb, vzajemnih skladov kot tudi tistih delov pooblaščenih investicijskih družb, ki so se pozneje preoblikovali v redne delniške družbe. Novi zakon skladno s trenutno situacijo v Sloveniji in skladno s pričakovanim razvojem kapitalnega trga v prihodnje ureja področje investicijskih družb, vzajemnih skladov in vzajemnih pokojninskih skladov, medtem ko na zakon, ki bi urejal poslovanje tistih finančnih holdingov, ki so nastali iz pooblaščenih investicijskih družb, zaenkrat še čakamo. Določila ZISDU-1 pomembno posegajo na vsa področja poslovanja družb za upravljanje in vzajemnih skladov v Sloveniji, med drugim tudi na področju naložbenih politik skladov in kadrovske pogojev, ki jih morajo izpolnjevati družbe za upravljanje. Tako denimo Sklep o kadrovske, tehnične in organizacijske pogojih ter dokumentaciji določa: Šteje se, da ima družba za upravljanje zadostno število ustrezno izobraženih in strokovno usposobljenih zaposlenih, ki imajo ustrezne delovne izkušnje, če ima poleg članov uprave vsaj še pet zaposlenih oseb.

Ker so vzajemni skladi in investicijske družbe med pomembnejšimi udeleženci domačega trga kapitala, če ne že kar najpomembnejši, so za njihovo poslovanje zelo pomembna tudi določila Zakona o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVVP, Uradni list RS, 56/1999).

V Sloveniji davčna reforma še ni končana in pomemben del nove zakonodaje je tudi novi Zakon o dohodnini (Zdoh-1), ki naj bi začel veljati z letom 2005. Zakon določa precej spremenjen režim obdavčitve kapitalskih dobičkov in s tem tudi dobičkov imetnikov investicijskih kuponov vzajemnih skladov. Po novem bodo tako obdavčeni vsi dohodki iz naslova kapitalskih dobičkov v Sloveniji in tudi izven nje, v primeru, da posamezni imetnik investicijske kupone vzajemnega

sklada proda po več kot treh letih od dneva nakupa, pa se njegov dobiček razčlenjuje na dobiček iz naslova realiziranih in nerealiziranih kapitalskih dobičkov, na dobiček iz naslova dividend in na dobiček iz naslova obresti. Vsaka od naštetih kategorij naj bi bila obravnavana ločeno, skupni davčni učinek pa naj bi se upošteval ob prodaji investicijskih kuponov (Protner, 2004).

3.2 Razvoj investicijskih družb v Sloveniji

Investicijski skladi v Sloveniji so od svojega začetka prehodili povsem drugačno pot kot večina investicijskih skladov drugod po svetu. Niso namreč nastali po običajni poti, ampak so bili »izkoriščeni« kot ključni subjekti odprave družbene lastnine. Investicijski skladi v Sloveniji so se v večjem oz. pomembnejšem številu pojavili šele z odpravo družbene lastnine nefinančnih podjetij oz. odpravo razmer, ko nobena fizična ali pravna oseba ni imela terjatev do podjetja v višini tistega dela pasive, kjer ne gre za dolgove do bank ali drugih upnikov. Vzrok nastanka slovenskih investicijskih skladov je podoben kot v drugih državah srednje in vzhodne Evrope (Ribnikar, 1998, str. 60). Osnovo za razvoj najdemo v pooblaščenih investicijskih družbah (PID), katere so ustanovile družbe za upravljanje in njihove portfelje napolnile z lastninskimi certifikati. Oznako »pooblaščen« so tem družbam nadeli zaradi neprimerne strukture njihovih portfeljev za običajno investicijsko družbo, saj so bili v njih deleži v družbah z omejeno odgovornostjo, netržne delniške družbe so zajemale prevelike deleže v teh portfeljih, velik del portfeljev je bil do zadnjega prenosa premoženja iz Slovenske razvojne družbe na pooblaščen investicijske družbe v obliki neizkoriščenih lastninskih certifikatov in podobno.

Po preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb se je del s pretežno tržnimi naložbami preoblikoval v redno investicijsko družbo. Tovrstna delitev pooblaščenih investicijskih družb je potekala od leta 2000 dalje. Ob razdelitvi na več delov so bili portfelji investicijskih družb veliko bližje ciljnim strukturam kot prej, nikakor pa niso bili popolnoma usklajeni z zakonskimi zahtevami. ZISDU-1 določa kot skrajni rok, do katerega se morajo obstoječe investicijske družbe preoblikovati v vzajemne sklade, štiri leta. V dveh letih po sprejetju omenjenega zakona se morajo uskladiti z njegovimi zahtevami glede pogojev poslovanja, kar ne vključuje le ustreznosti portfeljev, temveč tudi vrsto drugih pogojev, ki jih morajo investicijske družbe izpolnjevati. Ko bodo te investicijske družbe popolnoma usklajene z novo zakonodajo, jim prične teči še dvoletni rok, v katerem se morajo preoblikovati v vzajemne sklade (Frangež, 2003).

Med investicijskimi družbami, katerih delnice kotirajo na prostem trgu Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, ima največjo tržno kapitalizacijo investicijska družba Triglav steber 1, ki dosega skoraj četrtino skupne tržne kapitalizacije vseh investicijskih družb. Prav pri tej investicijski družbi ter pri NFD 1 pričakujemo, da se bosta kot prvi preoblikovali v vzajemna sklada, saj so njuni portfelji prilagojeni do te mere, da skoraj izpolnjujejo pogoje, ki veljajo za vzajemne sklade v Sloveniji. Nezrelost slovenskega trga kapitala se deloma odraža tudi skozi tržne tečaje teh delnic, ki trenutno dosegajo manj kot 80 odstotkov njihovih knjigovodskih vrednosti. Kljub temu, da bo ob preoblikovanju v vzajemni sklad pri vsakem od njih obstajala tako imenovana kazenska izstopna provizija, bi morali biti tečaji teh delnic na višjih ravneh.

Glede na trenutno zakonodajo v Sloveniji konec leta 2006 ne bomo imeli več nobene investicijske družbe, ki bi nastala iz pooblaščne investicijske družbe. To seveda ne pomeni nujno, da takrat v Sloveniji ne bo investicijskih družb. Na svetovnih kapitalskih trgih je moč opaziti močan trend selitve trgovanja iz posameznih vrednostnih papirjev v posredne oblike naložb. Vse več, predvsem slabše poučenih vlagateljev, se odloča, da namesto neposredno v delnice svoja sredstva investirajo v eno od vrst investicijskih skladov. Vse bo seveda odvisno od nadaljnega razvoja slovenskega trga kapitala. V primeru, da se bo v Sloveniji več podjetij (domačih ali tujih) odločilo, da delnice uvrstijo na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev, se za prihodnost investicijskih družb ni bati. Če pa kotacij novih delnic podjetij ne bo, potem najverjetneje tudi nadaljnega razvoja investicijskih družb ne.

4 VZAJEMNI SKLADI NA RAZVITIH TRGIH KAPITALA

V anglosaksonskih državah začetek delovanja panoge sovпада z ustanovitvijo sklada Foreign and Colonial Government Trust leta 1868, vendar pa to ni bil prvi vzajemni sklad v Evropi, saj je bil na Nizozemskem sklad Eendragt Maakt Magt ustanovljen že leta 1774 (Rouwenhorst, 2004).

Med najbolj razvite finančne trge običajno uvrščamo Nemčijo, Francijo, Veliko Britanijo, Švico in Luksemburg, za njimi nekoliko zaostajajo države Beneluksa, Španija in Italija ter nekatere skandinavske države.¹¹ Največ skladov je registriranih v teh državah, zato se bom pri proučevanju omejil samo nanje. Kar se tiče razširjenosti investiranja v vzajemne sklade, so ZDA krepko pred Evropo. Če združimo vse vzajemne sklade v svetu, ZDA skupaj z Južno Ameriko predstavljajo kar 58 odstotkov skupne vrednosti sredstev v upravljanju. Sledi jima Evropa, kjer je skupno naloženih 32 odstotkov vseh sredstev v vzajemnih skladih. Najmanjši delež obvladujejo azijske države, le približno 10 odstotkov trga.¹² V Evropski uniji je tako kot v ZDA dejavnost investicijskih skladov glavno gibalno rasti in razvoja v finančnem sektorju. Najpomembnejši so skladi UCITS (odprti investicijski skladi z naložbeno politiko investiranja v prenosljive vrednostne papirje in na denarni trg), ki so usklajeni z Evropsko direktivo o investicijskih skladih iz leta 2002 (Kesič, 2003).

Če pogledamo, kateri segment vzajemnih skladov v svetu prevladuje z vidika naložbenih politik, ugotovimo, da so daleč najbolj množični delniški vzajemni skladi. Ti so konec leta 2003 predstavljali kar 42 odstotkov vseh vzajemnih skladov. Sledijo jim obvezniški vzajemni skladi s približno 22 odstotki in mešani uravnoveženi skladi z zelo podobnim deležem (21 odstotkov). 9 odstotkov trga predstavljajo skladi denarnega trga, medtem ko vsi ostali skladi skupaj predstavljajo 6 odstotkov.¹³

¹¹ Razvitost finančnih trgov ocenjujem po dnevno ustvarjenih skupnih vrednostih prometa na teh trgih, po številu vrednostnih papirjev, ki kotirajo na teh trgih ter po informacijski transparentnosti trgov. Vir: Bloomberg

¹² Mutual Fund Fact Book, 2003, str. 100.

¹³ Mutual Fund Fact Book, 2003, str. 102.

V zadnjem času so izredno prodorni tako imenovani ETF skladi (ang. Exchange Traded Funds). To so investicijski skladi, katerih struktura je običajno vezana na posamezen borzni indeks, kotirajo pa na organiziranih trgih. Omogočajo nakup celotnega indeksa z relativno nizkimi zneski. Omogočajo kombiniranje indeksiranja, torej razpršitve naložb v vse delnice posameznega indeksa s klasičnim borznim posredovanjem (Bevan, 2004).

V ZDA zakon o investicijskih skladih (ang. Investment Company Act of 1940) definira tri vrste investicijskih skladov, in sicer odprte investicijske sklade (ang. open-end investment companies), zaprte investicijske sklade (ang. closed-end investment companies) in posebne investicijske sklade (ang. unit investment trusts) (glej Francis, Ibbotson, 2002, str. 333).

Glavna razlika med državami z razvitimi kapitalnimi trgi in Slovenijo je z vidika vzajemnih skladov v tem, da je varčevanje v njih tam neprimerno bolj razširjeno kot pri nas. V ZDA je konec leta 2003 v vzajemnih skladih varčevalo kar 47,9 odstotka vseh gospodinjstev. Če odštejemo naložbe v vzajemne pokojninske sklade, v katere za posameznike vplačujejo podjetja, še vedno v vzajemnih skladih varčuje 34,5 odstotka vseh ameriških gospodinjstev oziroma približno 30 odstotkov vseh prebivalcev ZDA.¹⁴ Ko te številke primerjamo s slovenskimi, kjer je konec leta 2003 v vzajemnih skladih varčevalo skupno 58.781 vlagatelj¹⁵, kar predstavlja le približno 3 odstotke prebivalcev Slovenije, je razlika v razširjenosti tovrstnih naložb jasna. Pri tem je pomembno vlogo odigrala tudi zakonska podlaga iz leta 1974, imenovana ERISA (ang. Employee Retirement Income Security Act), ki je temeljni zakon za urejanje delovanje privatnih pokojninskih načrtov in skladov (Homan, 2002, str. 42).

Tabela 1: Sredstva v investicijskih skladih na prebivalca ter v odstotku BDP po posameznih letih

	Sredstva v vzajemnih skladih na preb. (v USD)			Sredstva v vzajemnih skladih v % BDP		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
ZDA	23.803	21.808	25.302	58,6	53,6	62,2
Nemčija	2.592	2.538	3.352	9,4	9,2	12,1
Francija	11.806	13.987	19.006	42,8	50,7	68,9
Slovenija	36	134	230	0,2	0,7	1,2
Japonska	2.701	2.381	2.742	9,6	8,4	9,7

Vir: Bloomberg, 2004; www.ici.org, 2004

Razlog za večjo razširjenost tovrstnih naložb v ZDA in Zahodni Evropi je predvsem v tradiciji nalaganja v investicijske kupone vzajemnih skladov ter makroekonomskih razmerah, ki omogočajo razvoj kapitalnega trga in industrije vzajemnih skladov. Predvsem nizka inflacija ter relativno ugodni davčni vidik naložb v investicijske kupone vzajemnih skladov, ob povsem drugačnih razmerah v bančnem sektorju od slovenskih, spodbujajo naložbe v vse oblike finančnih instrumentov na kapitalnih trgih. Seveda pa je osnovni pogoj za uspešnost industrije investicijskih skladov razvit in cvetoč kapitalni trg.

¹⁴ US Household Ownership of Mutual Funds in 2003, 2004, Mutual Fund Fact Book, 2003, str. 44.

¹⁵ Vzajemci.com, 10. 4. 2004.

Obrat na razvitih delniških trgih v letu 2003 je prinesel obrat v trendu gibanja denarja v vzajemne sklade. V letih 2000 do 2002 smo na svetovnih trgih opazali odlive denarja iz delniških skladov, konec leta 2003 pa je skupni znesek denarja v vseh vzajemnih skladih zopet nekoliko porastel. Ta znesek je znašal nepredstavljenih 12,83 tisoč milijard USD. Pri tem kar takoj opozarjam na to, da je zgornja številka sicer le približna¹⁶, vendar je dovolj natančna za potrebe proučevanja v tej nalogi.

Trendi na kapitalnih trgih Evrope in ZDA kažejo na to, da se vse več slabše poučenih vlagateljev odloča za posredne naložbe na kapitalnih trgih, medtem ko je neposrednih naložb, predvsem v delnice, vse manj. Glavni razlog je relativno poceni razpršitev tveganja. Obenem v večini razvitih držav zakonodaja omogoča zadolževanje posameznih vrst investicijskih skladov, kar pomeni, da lahko ti skladi izkoriščajo finančni vzvod. V pogojih rastočih delniških trgov to pomeni zelo soliden donos pri relativno nizki stopnji tveganja. Vse opisano omogoča nadaljnji razvoj različnih vrst investicijskih skladov.

5 VZAJEMNI SKLADI V VZHODNI IN JUGOVZHODNI EVROPI

Običajno trge kapitala in vzajemnih skladov delimo na razvite in razvijajoče. Pri tem pa pogosto naletimo na definicijo razvijajočih trgov, ki nam zelo razširi ciljno področje. Po metodologiji IFC je razvijajoč trg vsak, ki izpolnjuje vsaj enega od dveh kriterijev (Veselinovič, 2004):

- da ima država, kateri trg »pripada«, nizek ali srednji BDP na prebivalca v vsaj enem letu od treh zadnjih,
- da je (prosta) tržna kapitalizacija, ki se ponavadi meri samo za delnice, nizka v primerjavi z BDP pripadajoče države (spet vsaj v enem letu od zadnjih treh), pri čemer prosta tržna kapitalizacija pomeni, da lahko tako domači kot tudi tuji investitorji prosto vstopajo in izstopajo iz konkretnih naložb.

Tako izraz razvijajoči trgi ni najbolj primeren v tem primeru, ko želim proučiti predvsem države z geografskega področja Vzhodne in Jugovzhodne Evrope, ob tem pa je za selekcijo nekoliko manj pomembno, ali so trgi teh držav razvijajoči ali ne. Ko govorimo o trgih Vzhodne in Jugovzhodne Evrope, imamo v mislih države, ki so večinoma nastale konec devetdesetih let prejšnjega stoletja z razpadom sistemov kot so bili Sovjetska zveza, Češkoslovaška in Jugoslavija. Poleg njih v to skupino spadajo tudi Poljska, Madžarska, Romunija in Bolgarija. Kljub temu da deloma sega že v Azijo, bom v proučevanje vključil tudi Turčijo.

Analiza vseh držav iz te regije bi bila izjemno zahtevna in zelo dolgotrajna. Poleg tega nekatere izmed držav najverjetneje v tem trenutku še niso zanimive za vstop slovenskih družb za upravljanje na njihove trge, saj v njih ne vladajo osnovni pogoji, ki omogočajo normalen razvoj

¹⁶ V statističnih podatkih, ki jih na svojih spletnih straneh objavlja Investment Company Institute (ICI) so zajeti podatki iz držav Evrope, Azije in Amerike, medtem ko v teh podatkih niso zajeti skladi v slabše razvitih državah z območja nekdanje Sovjetske zveze in Afrike. Kljub pomanjkljivostim zaradi izrazite prevlade v tej panogi s strani ZDA in Evrope morebitna odstopanja zaradi neupoštevanja skladov v slabše razvitih državah predstavljajo zanemarljivo napako.

panoge investicijskih skladov. Pomembno je torej, da že takoj na začetku izločim kar največ držav, ki ne izpolnjujejo osnovnih kriterijev, ki sem si jih zastavil:

- nizko deželno tveganje¹⁷;
- urejena zakonodaja s področja investicijskih skladov in trga vrednostnih papirjev;
- urejen in reguliran kapitalski trg;
- možnost integracije v enoten sistem.¹⁸

Preden smo začeli države izločati, smo imeli na seznamu za analizo naslednje države:

Hrvaška, Bosna in Hercegovina, Srbija in Črna gora, Makedonija, Albanija, Poljska, Češka, Slovaška, Madžarska, Romunija, Bolgarija, Belorusija, Ukrajina, Rusija in Turčija.

Namenoma so izpuščene baltske države, nastale iz nekdanje Sovjetske zveze, saj sem se pri proučevanju omejil na Vzhodno in Jugovzhodno Evropo. Izpuščena je tudi Grčija, ki ima sicer relativno dobro razvit kapitalski trg, vendar je že dalj časa članica Evropske unije in kot taka ni primerljiva z ostalimi državami, ki so članice Evropske unije postale ravno kar oziroma se ji bodo pridružile šele v prihodnosti.

Tabela 2: Analiza izbranih držav Vzhodne in Jugovzhodne Evrope po štirih kriterijih: (stanje v letu 2004)

Država	Kriteriji za uvrstitev v izbor			
	Nizko deželno tveganje	Zakonodaja	Urejen kapitalski trg	Integracija v enoten sistem
Albanija	NE	NE	NE	NE
Belorusija	NE	DA	DA	NE
Bolgarija	DA	DA	DA	DA
Bosna in Hercegovina	NE	NE	DA	DA
Češka	DA	DA	DA	DA
Hrvaška	DA	DA	DA	DA
Madžarska	DA	DA	DA	DA
Makedonija	NE	NE	DA	DA
Poljska	DA	DA	DA	DA
Romunija	DA	DA	DA	DA
Rusija	DA	DA	DA	NE
Slovaška	DA	DA	DA	DA
Srbija in Črna gora	NE	NE	DA	DA
Turčija	NE	DA	DA	NE
Ukrajina	DA	NE	DA	NE

Vir: Lasten prikaz.

¹⁷ Deželno tveganje je vsebinsko mišljeno predvsem kot nekomercialno tveganje. To so vsa tveganja, pri katerih vzroki ne izvirajo iz poslovnega obnašanja kupcev, temveč so od njega neodvisna (Nejedly, 2003).

¹⁸ Možnost integracije v enoten sistem je mišljena v smislu graditve mreže družb za upravljanje v vsaki od držav na proučevanem geografskem področju s strani družbe za upravljanje iz Slovenije. Pri tem je pomembna tako gospodarska povezanost Slovenije z vsako od držav kot tudi geografske razdalje.

V Tabeli 1 so razvidni rezultati selekcije držav glede na prej podane kriterije, ki predstavljajo osnovni pogoj za nemoteno delovanje družbe za upravljanje v določeni državi. Pogoj za moje preučevanje je, da določena država izpolnjuje vsaj tri od podanih štirih kriterijev.

Že na prvi pogled je jasno, da Albanija ne pride v poštev, saj ne izpolnjuje praktično nobenega kriterija. Še najbolj ustrezna je glede kapitalskega trga, ki formalno sicer deluje, vendar ob izredno nizkem prometu. Zakonodaja ni urejena, etična trenja zvišujejo deželno tveganje. Med proučevane države se niso uvrstile še Belorusija, Bosna in Hercegovina, Makedonija, Srbija in Črna gora, Turčija in Ukrajina. Največ težav je v teh državah z varnostjo. Geografsko območje Balkana je politično še vedno precej nestabilno in v takih razmerah lahko pride do izrednih razmer, v katerih razvoj kapitalskega trga in investicijskih skladov ni mogoč.

Druga velika težava v nekaterih državah kot so Albanija, Bosna in Hercegovina, Makedonija, Srbija in Črna gora ter Ukrajina, je zakonodaja. Zaradi politične nestabilnosti potekajo zakonske reforme na tem območju relativno počasi in zakonodaja s področja trga vrednostnih papirjev oziroma investicijskih skladov nikoli ni na prvem mestu. Tako je v nekaterih državah regulativa s področja investicijskih skladov sprejeta, vendar je pomanjkljiva, v drugih državah pa sploh še ni sprejeta. Dokler to področje ni urejeno, je popolnoma nemogoče ustanavljati družbe za upravljanje, saj nam niso znani pogoji, pod katerimi bodo le-te lahko poslovale.

Iz izbora je izpadla tudi Turčija, deloma zaradi nestabilnih razmer, ki znatno dvigujejo njeno deželno tveganje, deloma zaradi težke integracije v enoten sistem zaradi njene geografske lege. Ostale države izpolnjujejo vsaj tri od štirih kriterijev. Nekoliko težje bo integrirati v enoten sistem Rusijo, vendar pri njej pretehta velikost trga in to, da izpolnjuje vse ostale kriterije. Za proučevanje nam tako ostanejo naslednje države: Bolgarija, Češka, Hrvaška, Madžarska, Poljska, Romunija, Rusija in Slovaška.

5.1 Osnovne značilnosti izbranih držav Vzhodne in Jugovzhodne Evrope in njihovih gospodarstev

V nadaljevanju sledi analiza posameznih držav, katere izpolnjujejo kriterije za uvrstitev v proučevanje. Države bom proučeval z vidika demografskih dejavnikov, kot je denimo število prebivalcev, z vidika političnega in makroekonomskega položaja posamezne države. Analiziral bom kapitalске trge proučevanih držav, njihovo zakonodajo s področja vrednostnih papirjev ter razmere na posameznem trgu vzajemnih skladov. Makroekonomsko okolje in podatke o velikosti držav ter o številu prebivalcev bom za lažjo primerjavo med državami združil v tabelo. Sledila bo analiza vsake od proučevanih držav, kjer bo poudarek na proučevanju zakonodaje, kapitalskega trga in razmer na trgu vzajemnih skladov.

Tabela 3: Izbrani demografski in makroekonomski podatki izbranih držav (podatki so za konec leta 2003, razen v primerih, ko je navedeno leto 2002)

Država	Površina v km ²	Število preb. (v mio)	St. brezposelnosti (v %)	Rast BDP (v %)		Stopnja inflacije (v %)	
				2003	2002	2003	2002
Bolgarija	110.910	7,51	13,5	4,3	4,9	5,6	3,8
Romunija	237.500	22,35	8,1	4,9	4,1	14,1	17,8
Madžarska	93.030	10,03	5,5	2,9	3,3	4,7	5,3
Hrvaška	56.542	4,5	17,4	4,3	5,2	1,8	1,7
Češka	78.844	10,25	9,9	3,1	1,5	0,1	1,8
Slovaška	48.845	5,42	15,6	4,2	4,4	8,5	7,6
Poljska	312.685	38,63	20	1,0	1,0	0,8	1,9
Rusija	17.075.200	143,78	7,9	7,6	6,0	12,0	15,1

Vir: Lasten izračun, Bloomberg, 2004, podatki iz spletnih strani statističnih uradov, centralnih bank in CIE.¹⁹

Podatki o površini ozemlja posamezne države se zdijo na prvi pogled dokaj nepotrebni, vendar so pri odločanju o ustanovitvi družbe za upravljanje v določeni državi zelo pomembni. Mrežo prodajnih mrež je namreč potrebno razširiti kar na največji del prebivalstva v določeni državi, kar pa je v ozemeljsko velikih državah težje kot v manjših. Pri tem je zelo pomembna tudi gostota in razporeditev prebivalstva. Največja izmed proučevanih držav je Rusija, ki ima tudi daleč največ prebivalcev. Ker je prebivalstvo, predvsem tisti del z večjo kupno močjo, zgoščeno predvsem v nekaj večjih mestih, je tudi vzpostavitev mreže prodajnih mest, s katerimi pokrijemo večje število potencialnih vlagateljev, po mojem mnenju nekoliko lažje. Bolj kot sama velikost posamezne države je za našo analizo pomembno število prebivalstva ter ekonomske razmere, ki vladajo v državi. V **Bolgariji** beležimo visoko stopnjo brezposelnosti, kar ima lahko pomembnejši vpliv na število vlagateljev. V državi sicer vlada parlamentarna demokracija, kar državi znižuje stopnjo deželnega tveganja, ki pa je še vedno relativno visoko. Bolgarija je še vedno v procesu političnih reform in v primeru, da pride na oblast stranka, ki bi bila bolj nacionalistično usmerjena, lahko ta ljudem vsili nacionalne cilje, ki so bili v preteklosti zelo izraziti. V preteklosti je namreč Bolgarija odkrito kazala ozemeljske težnje do Makedonije, delov Srbije, Grčije in Romunije. Vključitev Bolgarije v NATO je sicer stopnjo te nevarnosti bistveno zmanjšala.²⁰ Z vidika ekonomskega napredka je Bolgarija v zadnjih letih naredila velik korak naprej. V devetdesetih letih prejšnjega stoletja se je država borila s hiperinflacijo, ki je dosegla vrh leta 1997, ko je rast cen znašala 569 odstotkov²¹, istega leta je Bolgarija beležila negativno stopnjo rasti BDP.²² V zadnjih dveh letih ostaja stopnja inflacije na obvladljivih ravneh pod 6 odstotkov, poleg tega država dosega solidne rasti BDP. Podatek, ki sicer ni zajet v Tabeli 2, je pa vseeno pomemben za našo analizo, je stopnja rasti vrednosti neposrednih tujih investicij v Bolgarijo. Ta je leta 2002 znašala 7,8

¹⁹ Central Intelligence Agency, 11. 4. 2004; Bolgarski statistični urad, 11. 4. 2004; Statistični urad Romunije, 11. 4. 2004; Statistični urad Madžarske, 11. 4. 2004; Hrvaška centralna banka, 12. 4. 2004; Češki statistični urad, 12. 4. 2004; Centralna banka Slovaške, 12. 4. 2004; Statistični urad Poljske, 12. 4. 2004; Ruska centralna banka, 12. 4. 2004

²⁰ Central Intelligence Agency, 12. 4. 2004.

²¹ Bolgarski statistični urad, 11. 4. 2004.

²² Bolgarski statistični urad, 11. 4. 2004.

odstotkov vrednosti BDP. Glavni magnet za tuje investitorje je v Bolgariji poceni delovna sila ter nizki davki. Ta odprtost do tujih investicij ima sicer tudi svojo temno plat, saj dolgoročno pomeni izčrpavanje bolgarskega gospodarstva in selitev dobičkov bolgarskih podjetij v tujino.²³

Če primerjamo države v Tabeli 2 po uradno objavljenih stopnjah brezposelnosti, je v **Romuniji** ekonomski položaj boljši kot v Bolgariji. Ta podatek je sicer lahko varljiv, saj brezposelnost v Romuniji močno variira med posameznimi pokrajinami. Glavna težava romunskega gospodarstva so še nedokončane ekonomske reforme. V preteklosti je bilo namreč romunsko gospodarstvo izrazito usmerjeno v bazično industrijo, kar je povzročilo, da se je država v ob koncu devetdesetih let prejšnjega stoletja znašla v tri leta trajajoči recesiji.²⁴ V zadnjih dveh letih Romunija dosega solidno stopnjo rasti BDP, predvsem po zaslugi povečanega izvoza v države Evropske unije. Velika težava romunskega gospodarstva ostaja visoka stopnja rasti cen, ki je sicer v zadnjih dveh letih bistveno nižja kot v letih 2000 in 2001²⁵, še vedno pa bistveno nad stopnjami v ostalih proučevanih državah. Če Romunijo ocenjujemo še po političnih dejavnikih, ki vplivajo na stopnjo deželnega tveganja, izpostavimo prepočasne politične reforme v državi, kar prinaša visoko stopnjo korupcije v državi.²⁶

Od prvih dveh držav, to sta Romunija in Bolgarija, po ekonomski razvitosti bistveno odstopa **Madžarska**. V tej državi z dobrimi desetimi milijoni prebivalcev, ki je leta 1999 vstopila v NATO, leta 2004 pa tudi v Evropsko unijo, vlada stabilna demokratično izvoljena vlada. Zaenkrat v državi ni nevarnosti, da bi prišlo do resnejših političnih ali nacionalnih trenj.²⁷ Stopnja brezposelnosti je na Madžarskem 5,5 odstotkov, kar je bistveno bolje kot v Romuniji in v Bolgariji. Stopnje rasti BDP v zadnjih dveh letih so nekoliko nižje, kar pripisujem veliki navezanosti madžarskega gospodarstva na gospodarstvo držav Evropske unije, ki v zadnjih letih beležijo nizke stopnje rasti.²⁸ Podatek iz Tabele 2, ki je najmanj ugoden za Madžarsko, je stopnja inflacije. Ta sicer v zadnjih letih pada²⁹, vendar je še vedno krepko nad inflacijo v državah Evropske unije. Znižanje stopnje inflacije je po mojem mnenju v naslednjih letih posebnega pomena, saj Madžarska želi vstopiti v Evropsko monetarno unijo. Za ta korak bo morala precej zmanjšati tudi proračunski deficit, ki je konec leta 2003 še vedno znašal 10 odstotkov celotnega ustvarjenega BDP.³⁰

Po številu prebivalcev je najmanjša od proučevanih držav **Hrvaška**. V tej južni sosedni Slovenije je velika težava sorazmerno visoko deželno tveganje, ki je posledica pestre etnične sestave prebivalstva in vojne s Srbijo v devetdesetih letih. Danes sicer v državi vlada parlamentarna demokracija, ki se trudi Hrvaško pripeljati v Evropsko unijo.³¹ Na Hrvaškem je uradno objavljena stopnja brezposelnosti 17,4 odstotkov, kar je bistveno nad stopnjami brezposelnosti v ostalih

²³ Bolgarski statistični urad, 11. 4. 2004.

²⁴ Central Intelligence Agency, 15. 4. 2004.

²⁵ 2000: 40,7 odstotkov, 2001: 30,3 odstotkov (Statistični urad Romunije, 15. 4. 2004).

²⁶ Central Intelligence Agency, 15. 4. 2004.

²⁷ Ekonomska fakulteta v Budimpešti, 15. 4. 2004.

²⁸ Bloomberg, 2004.

²⁹ Statistični urad Madžarske, 15. 4. 2004.

³⁰ Statistični urad Madžarske, 15. 4. 2004.

³¹ Državni zbor R Hrvaške, 20. 4. 2004.

proučevanih državah. Hrvaška dosega v zadnjih dveh letih solidne stopnje rasti BDP, vendar je potrebno biti pri interpretaciji omenjenih vrednosti nekoliko pazljiv, saj bistven delež k visokim stopnjam rasti BDP prispeva gradnja avtocest, medtem ko je potrošnja prebivalstva v letu 2003 celo nekoliko nazadovala v primerjavi z letom 2002.³² Izredno nizka je na Hrvaškem stopnja inflacije. Leta 2002 je ta dosegla 1,7 odstotka, leta 2003 pa 1,8 odstotka. Največja težava hrvaškega gospodarstva je zunanji dolg države, ki je leta 2003 znašal 80 odstotkov BDP.³³

Če ocenjujejo stopnjo deželnega tveganja, je ta pri **Češki** precej nižja kot pri Hrvaški. V tej državi, kjer prebiva več kot 10 milijonov prebivalcev, so politične razmere dokaj stabilne in tako omogočajo normalen razvoj gospodarstva. Veliko je k temu pripomogla tudi mirna razcepitev nekdanje skupne države Češkoslovaške leta 1993³⁴ in včlanitev v NATO in Evropsko unijo. Češka ima med proučevanimi državami še vedno relativno visoko stopnjo brezposelnosti, ki se giblje okrog 10 odstotkov, še bolj kot to pa iz skupine držav izstopa po izredno nizkih stopnjah inflacije v zadnjih dveh letih. Gospodarska rast je bila v letu 2003 približno 3 odstotke, v letu 2002 pa 1,5 odstotka. Nizke stopnje rasti BDP so v zadnjih letih posledica velike navezanosti Češke na gospodarstvo Nemčije, saj so nemške gospodarske družbe v devetdesetih letih masovno selile svoje proizvodnje na Češko, kjer je bila ugodna cena delovne sile. Prav stopnja rasti plač na Češkem v zadnjih letih silovito narašča in krepko presega rast inflacije.³⁵ Če se bo rast plač nadaljevala tudi v prihodnje, lahko to po mojem mnenju v prihodnosti predstavlja večjo težavo, saj bodo nemška podjetja svojo proizvodnjo preselila v države s cenejšo delovno silo, to pa bo pomenilo ponovno pritisk na trg delovne sile in višjo stopnjo brezposelnosti na Češkem.

Po številu prebivalcev je približno pol manjša od **Slovaške**. Kljub temu da sta bili državi do leta 1993 združeni v Češkoslovaški, pa je današnja makroekonomska slika Slovaške precej slabša od Češke. Na Slovaškem je bistveno višja stopnja brezposelnosti, ki presega 15 odstotkov, zelo visoke so tudi stopnje rasti cen v zadnjih dveh letih. Edini podatek v Tabeli 2, ki govori v prid Slovaški v primerjavi z ostalimi proučevanimi državami, je stopnja rasti BDP. Ta je v letu 2002 porasel za 4,4 odstotke, v letu 2003 pa za 0,2 odstotne točke manj. Podobno kot na Češkem tudi na Slovaškem v zadnjih letih beležimo visoke stopnje rasti plač³⁶, kar negativno vpliva na konkurenčnost slovaškega gospodarstva. Na Slovaškem sicer potekajo pospešene gospodarske reforme, katere je sprožila vlada, ki je prišla na oblast leta 2000. Privatizacija je tako praktično končana, bančni sektor je privatiziran in v lasti tujih bank, povečujejo se tudi neposredne investicije iz tujine.³⁷

Še višjo stopnjo brezposelnosti kot pri Slovaški opazamo v Tabeli 2 pri **Poljski**. Ta znaša kar 20 odstotkov in je večinoma posledica težavnega prestrukturiranja poljskega gospodarstva. Danes je največji problem poljskega gospodarstva nekonkurenčno kmetijstvo ter prepočasna privatizacija

³² Statistične informacije, 2003.

³³ Hrvaška centralna banka, 20. 4. 2004.

³⁴ Central Intelligence Agency, 20. 3. 2004.

³⁵ Stopnja rasti plač je na Češkem leta 2003 znašala 6,7 odstotkov, medtem ko je inflacija v tem letu znašala 0,1 odstotka (Češki statistični urad, 22. 4. 2004).

³⁶ Centralna banka Slovaške, 22. 4. 2004.

³⁷ Central Intelligence Agency, 22. 4. 2004.

javnih storitvenih podjetij.³⁸ Tudi sicer sodeč po podatkih iz Tabele 2 ekonomske razmere Poljske niso rožnate. Stopnja inflacije se sicer v letih 2002 in 2003 ni dvignila nad 2 odstotka na letni ravni, vendar pa je praktično na ničnih stopnjah tudi rast BDP. Podobno kot pri Češki in Slovaški je tudi na Poljskem prisoten problem divje rasti plač.³⁹ Poljska je druga največja izmed proučevanih držav tako po površini kot tudi po številu prebivalcev in če predpostavim, da težave njenega gospodarstva ne bodo trajale večno, jo je potrebno že zaradi velikosti in števila potencialnih investitorjev temeljito proučiti z vidika možnosti vstopa na njen trg vzajemnih skladov.

Zadnja in največja od primerjanih držav je **Rusija**. V zadnjih dveh letih beleži solidne stopnje gospodarske rasti, ki pa so žal bolj posledica razmer na blagovnih borzah in manj stabilnega ruskega gospodarstva. Gospodarske reforme v Rusiji namreč predvsem zaradi korupcije potekajo prepočasi in tako je rusko gospodarstvo še vedno izredno ranljivo in odvisno od razmer na svetovnih trgih nafte, rudnin in lesa.⁴⁰ V primerjavi z ostalimi državami v Tabeli 2 beležimo pri Rusiji druge najvišje stopnje rasti inflacije. Leta 2002 je ta znašala 15,1 odstotka, leta 2003 pa še vedno visokih 12 odstotkov. Stopnja brezposelnosti je sicer nekoliko nižja kot v nekaterih drugih proučevanih državah, vendar ta podatek zopet ni povsem realen, saj so razlike v relativnem številu brezposelnih med posameznimi pokrajinami v Rusiji, predvsem med podeželjem in Moskvo, izredno velike. Podobno kot pri Poljski, tudi pri Rusiji ocenjujem, da država v tem trenutku ne spada med tiste, ki bi bile privlačne zaradi ugodnih makroekonomskih razmer, vendar je za mojo analizo zanimiva predvsem zaradi velike baze potencialnih vlagateljev v prihodnosti, ki so večinoma skoncentrirani v večjih mestih, zato tudi ogromna površina države ni problematična.

6 ANALIZA IZBRANIH DRŽAV VZHODNE IN JUGOVZHODNE EVROPE

Po končani primerjavi proučevanih držav glede na njihove demografske in makroekonomske značilnosti sledi v tem poglavju analiza posameznih držav z vidika urejenosti zakonodaje s področja vrednostnih papirjev in investicijskih skladov, razvitosti kapitalskega trga ter razvitosti panoge investicijskih skladov. Posebej sem se na ta tri področja osredotočil iz sledečih razlogov:

- razvoj panoge investicijskih skladov po mojem mnenju ni mogoč brez urejene zakonodaje s področja poslovanja investicijskih skladov in brez urejene zakonodaje, ki ureja celotno področje poslovanja z vrednostnimi papirji. Davčni okvir je pri investiranju v vrednostne papirje izredno pomemben, predvsem je pri moji analizi pomembna višina davka na dobiček in davka na izplačane dividende v vsaki od proučevanih držav.
- Razvit in pregleden kapitalski trg omogoča normalno razpršitev naložb investicijskih skladov in tako pripomore k razvoju te panoge. Poleg tega v državah z razvitim kapitalskim trgom praviloma velja večje zaupanje investitorjev v tovrstne oblike naložb kot v državah, kjer kapitalski trg ni razvit. Pomembno je tudi, kje se nahajajo tržni tečajni vrednostnih papirjev na posameznih kapitalskih trgih, saj je od tega precej odvisna investicijska politika lokalnih

³⁸ Central Intelligence Agency, 22. 4. 2004.

³⁹ Poljski statistični urad, 22. 4. 2004.

⁴⁰ Central Intelligence Agency, 22. 4. 2004.

investicijskih skladov. V primeru, da so tečaji na lokalnem kapitalskem trgu na visokih ravneh in ni mogoče pričakovati nadaljnjih rasti, se morajo upravitelji investicijskih skladov odločati za naložbe na drugih kapitalskih trgih. Če pa trg dopušča nadaljnjo rast tečajev delnic, se bodo upravitelji investicijskih skladov najverjetneje odločali za naložbe v tamkajšnje vrednostne papirje.

- Razvitost in pestrost ponudbe investicijskih skladov v posamezni državi je dejavnik, ki nam pomaga pri odločitvi, ali vstopiti na določen trg ali ne. V primeru, da na določenem območju ponudba investicijskih skladov ni zadostna, je to priložnost za zapolnitev vrzeli. Kjer je ponudba investicijskih skladov popolnejša, je smotrnost vstopa na trg vprašljiva.

6.1 Bolgarija

6.1.1 Zakonodaja in davčni okvir

Pravni okvir poslovanja investicijskih skladov v Bolgariji predstavljajo naslednji zakoni in pravila:

- Zakon o javnih izdajah vrednostnih papirjev (Закон за публично предлагане на ценни книжа),
- Zakon o trgovini (Търговски закон),
- Zakon o privatizacijskih skladih (Закон за приватизация и следприватизационен контрол),
- Zakon o tujih vlaganjih (Закон за чуждестранните инвестиции),
- Zakon o kontroliranju procesov privatizacije (Наредби на Комисията за финансов надзор),
- Pravila borze (Правилник за дейността на “Българска фондова борса – София” АД).

V Bolgariji so davki na donose, ustvarjene z vrednostnimi papirji, relativno nizki. Davčna stopnja na dividende znaša 15 odstotkov in je enaka za tuje in domače investitorje. Davek na dobiček pravnih oseb je odvisen od višine dobička podjetja. Dobički do 50.000 BGN so obdavčeni po 20-odstotni stopnji, dobički nad 50.000 BGN pa po 25-odstotni stopnji. Osnovna dohodninska stopnja obdavčitve znaša 15 odstotkov. Po tej stopnji se obdavčijo tudi prihodki tujih oseb v Bolgariji. Obdavčijo se prihodki iz obresti, prodaje nepremičnin, licenc, najemnin in podobno. Davčna stopnja davka na dodano vrednost (VAT) v Bolgariji znaša 20 odstotkov.

Investicijski skladi z licenco v Bolgariji niso podvrženi davku na kapitalske dobičke, ki jih realizirajo s prodajo vrednostnih papirjev, bančnih obresti, depozitov, ampak le, če se dobiček locira kot dividenda lastnikom.

Pravilnost poslovanja družb za upravljanje in drugih finančnih institucij v Bolgariji nadzoruje Državna finančna nadzorna agencija (Комисия за финансов надзор). Agencija je samostojna

institucija, ki se financira iz članarin in provizij udeležencev kapitalskega trga, nadzira pa tako finančne posrednike na kapitalskem trgu kot tudi same izdajatelje vrednostnih papirjev.⁴¹

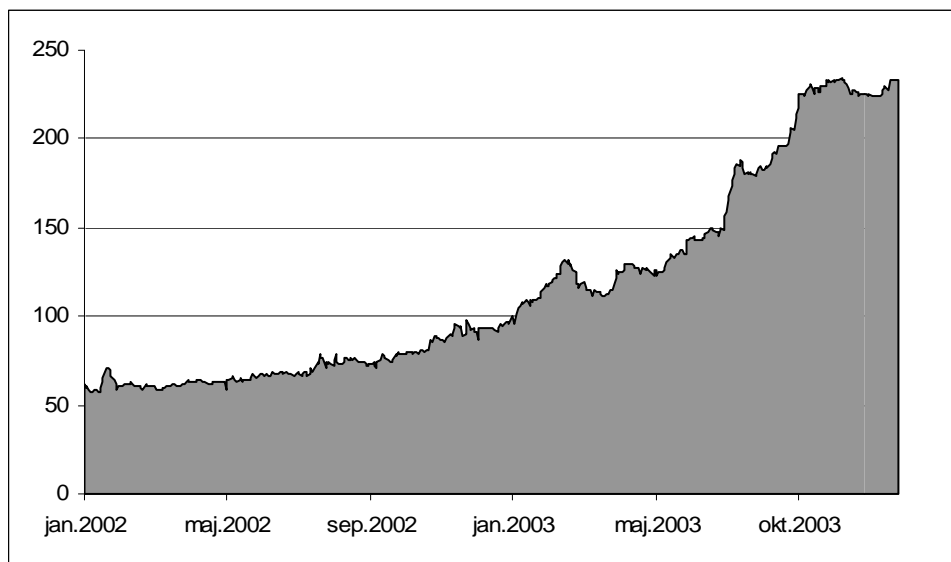
6.1.2 Kapitalski trg

Borza vrednostnih papirjev v Sofiji je bila ustanovljena 9. oktobra 1997. Kljub temu se je trgovanje na njej začelo šele 12. januarja 1998. Leta 2000 so pričeli izračunavati delniški indeks SOFIX, katerega sestavlja trenutno trinajst največjih podjetij po tržni kapitalizaciji. Število delnic v indeksu lahko znaša od 5 do 50. Od leta 2001 uporabljajo pri trgovanju elektronski trgovalni sistem, imenovan RTS.

Trgovanje na borzi vrednostnih papirjev v Sofiji se v grobem deli na uradni in neuradni trg. V uradni kotaciji so A, B in C kotacije delnic in trije segmenti obveznic (državne, občinske in podjetniške obveznice). Velik del poslov se sklene na neuradnem trgu.

Tržna kapitalizacija borze v Sofiji je konec leta 2003 znašala 1.700.255.129,38 USD. Znesek je skoraj 100 odstotkov višji kot leto poprej, ob upoštevanju, da je največji porast vrednosti doživela uradna C kotacija delnic, medtem ko se je denimo tržna kapitalizacija uradne A kotacije delnic celo znižala za 2 odstotka v primerjavi z letom 2002.

Slika 3: Gibanje vrednosti delniškega indeksa SOFIX v letu 2003



Vir: Bloomberg, 2004.

Delniški indeks SOFIX je v letu 2003 dosegel izjemno rast. Podobno kot v Sloveniji, so tudi v Bolgariji v tem letu pridobile delnice praktično vseh podjetij, ki so uvrščene v delniškem indeksu SOFIX. Pogoji za uvrstitev v delniški indeks SOFIX so sledeči:

- najmanj trimesečno trgovanje v A kotaciji borze v Sofiji,

⁴¹ Borza vrednostnih papirjev v Sofiji, 25. 4. 2004

- tržna kapitalizacija nad 2 mio BGN,
- število delničarjev mora presegati 500,
- redno trgovanje, kar pomeni, da se z delnico trguje v vsaj 20 odstotkih vseh trgovalnih dni v zadnjem trimesečju.

Za delniški trg v Bolgariji je značilna relativno visoka stopnja koncentracije lastništva v podjetjih, katerih delnice kotirajo na borzi v Sofiji. Posledica tega je tudi malo trgovanja. Ustvarjeni promet na borzi je relativno majhen, za večjega portfeljskega vlagatelja pa je primerno le manjše število naložb. Tako denimo med delnicami, ki sestavljajo delniški indeks SOFIX, vsaj pri štirih en delničar obvladuje vsaj 80 ali več odstotkov delnic. Pri ostalih je ta delež nižji, vendar ob tem poudarjam, da lastniške strukture za vsa podjetja niti ni moč dobiti, saj po trenutni zakonodaji v Bolgariji ni obvezna dematerializacija delnic, kar pomeni, da se nekatere delniške knjige nahajajo na sedežih družb in ne v centralnem klirinškem registru.

Največjo tržno kapitalizacijo med delnicami, uvrščenimi v delniški indeks SOFIX (glej Priloga 2, Tabela 4), ima delnica podjetja Blagoevgrad – BT AD, in sicer 205 mio USD, kljub temu pa v zadnjem trimesečju trgovanje s to delnico ni bilo posebej pestro. Dnevni promet je v tem obdobju v povprečju znašal približno 120.000 USD. Precej več prometa je bilo v tem obdobju z delnico družbe Bulgartabak Holding, s katero se je v povprečju vsak dan sklenilo za dobrih 430.000 USD poslov. Z ostalimi delnicami na borzi v Sofiji povprečni dnevno ustvarjeni prometi ne presegajo 60.000 USD, kar kaže na to, da je na delniškem trgu relativno skromno trgovanje.

Nekoliko več trgovanja je z državnimi obveznicami. Trenutno je izdanih 28 tovrstnih obveznic, vse sicer ne kotirajo na organiziranem trgu, veliko je trgovanja z njimi na OTC trgu. Večina obveznic je izdanih v lokalni valuti, dve od njih pa sta izdani v EUR. Donosnosti slednjih se trenutno gibljejo okrog 4,6 odstotka na letni ravni. Pri primerljivih obveznicah, ki so denominirane v lokalni valuti, znaša donos 4,5 odstotka na letni ravni. Najvišja bonitetna ocena, ki jo dosegajo državne obveznice Bolgarije, je BBB-.⁴²

V prihodnjih letih se zaradi intenzivnih procesov privatizacije in tujih vlaganj v Bolgarijo pričakuje povečanje likvidnosti na borzi v Sofiji, obenem pa tudi večja transparentnost na trgu, kar bi bilo lahko ugodno okolje za razvoj investicijskih skladov v Bolgariji.

6.1.3 Vzajemni skladi

Vzajemni skladi so v Bolgariji izredno slabo razviti, oziroma bolje rečeno, še vedno na začetku svojega razvoja. Konec leta 2003 so bile v Bolgariji delujoče tri družbe za upravljanje, ki so upravljale vsaka po en vzajemni sklad. Prebivalci Bolgarije naložbe v vzajemne sklade izredno slabo poznajo. Leta 2002 je bil ustanovljen v Bolgariji prvi tuji investicijski sklad. Trenutno je v Bolgariji odprtih le pet vzajemnih skladov, in sicer so to:

⁴² Bloomberg, 2004

- 1) Elana Eurofund – v upravljanju približno 4 mio EUR,
- 2) TBI Eurobond – v upravljanju približno 400.000 EUR,
- 3) Golden Lev – v upravljanju približno 4 mio EUR,
- 4) Advance Invest,
- 5) Capman Capital.

Zadnja dva sta s svojim poslovanjem šele pričela in zato podatkov o obsegu sredstev v upravljanju še ni mogoče dobiti. Zaenkrat so vsi skladi usmerjeni v dolžniške vrednostne papirje, saj je delniški trg premalo razvit za učinkovito razpršitev sredstev.

6.2 Romunija

6.2.1 Zakonodaja in davčni okvir

Temeljni zakon, ki ureja poslovanje investicijskih skladov in družb za upravljanje v Romuniji, je bil sprejet leta 2002. To je bil »Collective Investment Fund Law«. Zakon skupaj s podzakonskimi akti, ki urejajo predvsem računovodstvo in vrednotenje točk vzajemnega sklada, ureja poslovanje vseh vrst investicijskih skladov, ki jih je mogoče ustanoviti v Romuniji. Posebnost v primerjavi s Slovenijo je ta, da so vzajemni skladi v Romuniji pravne osebe, ki jih upravljajo družbe za upravljanje. Trenutno zakonodaja v Romuniji predvideva tri vrste investicijskih skladov (glej Tabela 5).

Tabela 5: Vrste in značilnosti vzajemnih skladov v Romuniji:

	Vrednotenje	Določeni kupci	Prenosnost enot/cert.	Število enot	Javna prodaja	Izplačilo enote
Odprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 7 dni	Ne	Ne	Neomejeno	Ne	Da
Specializirani odprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 7 dni	Da	Ne	Neomejeno	Ne	Da
Zaprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 3 mesece	Ne	Da	Omejeno na izdajo	Da	Razpustitev sklada

Vir: Zakon o investicijskih skladih, 2002.

Tako kot v Sloveniji tudi v Romuniji zakonodaja predvideva ustanavljanje odprtih (vzajemnih) investicijskih skladov ter zaprtih investicijskih družb. Poslovanje investicijskih skladov v Romuniji poleg omenjenega zakona ureja tudi »Corporate Governance Code«, ki ureja poslovanje javnih delniških družb ter pravila borze vrednostnih papirjev v Bukarešti.⁴³

⁴³ Centralna banka Romunije, 30. 4. 2004.

Davčna zakonodaja v Romuniji ne predvideva davka na kapitalski dobiček. Davek, ki se zaračunava ob realizaciji kapitalskih dobičkov, znaša 1 odstotek za pravne in fizične osebe. Po 1 odstotni davčni stopnji so obdavčene tudi dividende, davka na obresti pa v Romuniji ni.⁴⁴

Nad poslovanjem družb za upravljanje in njihovih investicijskih skladov v Romuniji bedi Agencija za trg vrednostnih papirjev (rom. C.N.V.M.). Njena vloga je zelo podobna vlogi Agencije za trg vrednostnih papirjev v Sloveniji, prav tako lahko samo ugotavlja kršitelje in jim izreka sankcije v okviru svojih pooblastil v smislu izključitev iz združenj in denarnih kazni, medtem ko kršitve, ki so lahko označene kot kazniva dejanja, le prijavlja lokalnim službam za boj proti gospodarskemu kriminalu.⁴⁵ Sodišča v Romuniji niso dobro usposobljena za obravnavo kaznivih dejanj, povezanih s poslovanjem investicijskih skladov, saj nimajo izkušenj iz preteklosti.

6.2.2 Kapitalski trg

Osrednji zakonodajni okvir za ustanovitev kapitalskega trga v Romuniji je bil njihov Zakon o trgu vrednostnih papirjev, ki je bil sprejet leta 1994. Borza vrednostnih papirjev v Bukarešti je bila ustanovljena leta 1995, trgovanje na njej se je začelo novembra 1995, s kotiranjem delnic šestih izdajateljev. Leta 1999 je bil uveden nov elektronski sistem trgovanja, preko katerega lahko člani borze trgujejo z delnicami, obveznicami, kratkoročnimi finančnimi instrumenti, pa tudi s pravicami in nekaterimi drugimi izvedenimi finančnimi instrumenti, pri katerih pa so ustvarjeni prometi zanemarljivi. Lokalni vrh v razvoju borze vrednostnih papirjev v Bukarešti dosežen leta 1997, ko je na njej kotiralo 127 podjetij, letni ustvarjeni promet pa je dosegel približno 260 mio USD. Azijska kriza in počasne gospodarske reforme v Romuniji so bile razlog za stagnacijo tečajev do leta 1999, ko se je pričela nova rast tečajev. Od leta 2001 do 2004 tečaji na borzi v Bukarešti praktično neprestano rastejo⁴⁶. Leta 1996 je bil uveden trg RASDAQ, trg, ki je kopija ameriškega NASDAQ-a in je bil tudi uveden s pomočjo organizatorja ameriškega trga tehnoloških delnic. Na tem trgu naj bi kotiralo preko 7.000 delnic podjetij, ki so se privatizirala in na ta način naj bi bila zagotovljena zaščita za 16 milijonov delničarjev, ki so to postali z začetkom procesa privatizacije. Osrednji trg vrednostnih papirjev v Romuniji je borza vrednostnih papirjev v Bukarešti (BSE). Na njej trgovanje poteka v sledečih segmentih:⁴⁷

- **uradni trg**
 - delnice
 - A in B trg
 - C trg
 - obveznice
 - državne obveznice
 - podjetniške obveznice

⁴⁴ Združenje družb za upravljanje Romunije, 30. 4. 2004;

⁴⁵ Združenje družb za upravljanje v Romuniji, 30. 4. 2004

⁴⁶ Bloomberg, 30. 4. 2004

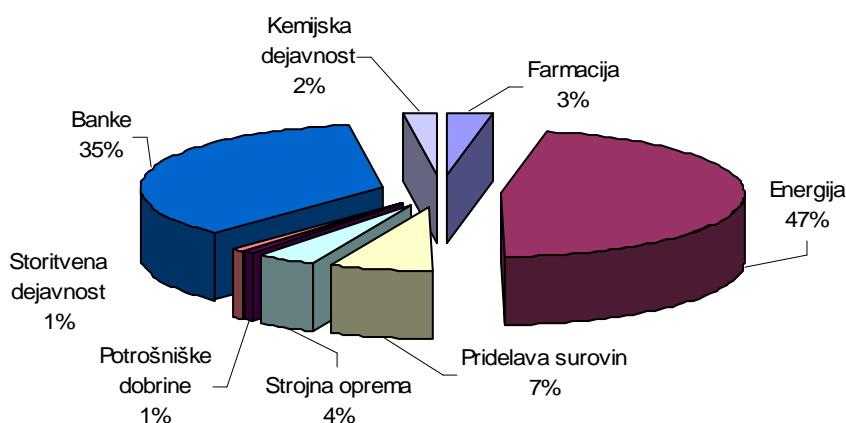
⁴⁷ Borza vrednostnih papirjev v Romuniji, 30. 4. 2004

- občinske obveznice
- **neuradni trg**
 - delnice

Leta 2003 je skupni ustvarjeni promet na uradnem in neuradnem trgu borze v Bukarešti znašal 307,34 mio USD. Na borzi je v tem letu kotiralo 62 delnic romunskih podjetij, med katerimi po tržni kapitalizaciji prednjačijo podjetja iz panoge energija, ki vključuje predvsem naftno predelovalno industrijo. Sledijo jim banke in druge finančne institucije, ostale panoge pa so zastopane v bistveno manjšem obsegu.⁴⁸

Osrednji trg borze v Bukarešti predstavlja uradni trg, kjer kotirajo podjetja, ki sestavljajo borzni indeks tamkajšnje borze, imenovan BET10. Indeks je sestavljen iz desetih najbolj prometnih delnic na BSE, izračunan pa kot tehtano povprečje vrednosti njihovih tržnih kapitalizacij. Njegovo strukturo konec marca 2004 predstavljam v Tabeli 6, zastopanost posameznih panog v omenjenem indeksu pa v Sliki 4.

Slika 4: Struktura tržne kapitalizacije delnic podjetij, uvrščenih na borzo vrednostnih papirjev v Bukarešti po panogah, konec leta 2003

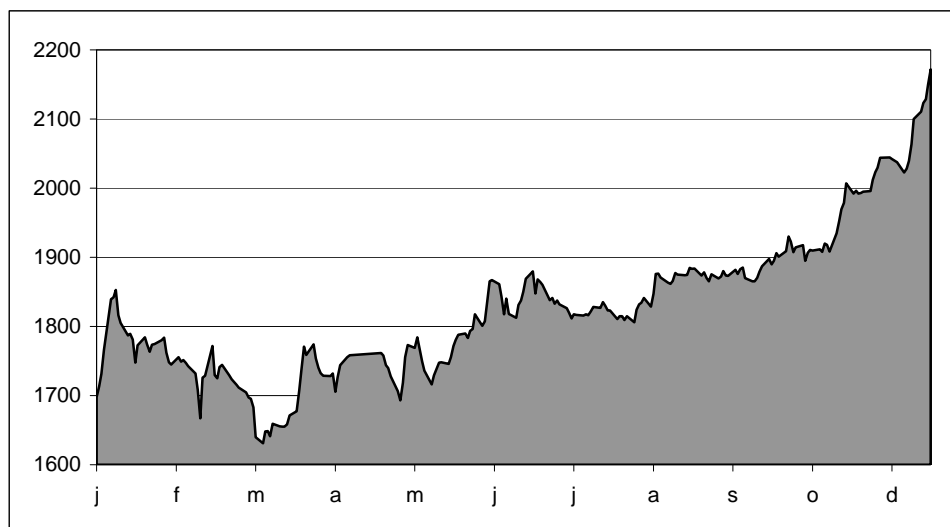


Vir: Bucharest Stock Exchange, Monthly Bulletin, december 2003.

Zaradi večkratnih prilagoditev članov v indeksu tudi njegova rast v letih, odkar ga BSE izračunava, ni najboljši pokazatelj dogajanja na tamkajšnjem trgu kapitala. Kljub vsemu je to še najboljši indikator dogajanj na trgu v preteklih letih. Kot že prej omenjeno, so indeks pričeli obračunavati leta 1997, ko je bil trg na lokalnem vrhuncu in je v Romuniji vladalo navdušenje glede investicij na kapitalskem trgu. Bazična vrednost indeksa je bila postavljena na 1000 točk, že oktobra 1997 je bil vreden 1040,56 točk. Zatem je prišlo obdobje silovitih padcev tečajev na BSE in septembra 1998 je indeks pristal na svoji najnižji točki, pri 288,77 točkah. Od leta 1999 do konca leta 2003 je indeks BET10 rasel praktično ves čas in konec leta 2003 dosegel vrednost 2171,88 točk. Rast tečajev na BSE se nadaljuje tudi v letu 2004.

⁴⁸ Borza vrednostnih papirjev v Romuniji, 30. 4. 2004

Slika 5: Gibanje vrednosti delniškega indeksa BET10 v letu 2003



Vir: Bloomberg, 30. 4. 2004.

Velika težava, s katero se srečujejo večji investitorji na trgu vrednostnih papirjev v Romuniji, je nizka likvidnost in prevelika koncentracija lastništva v podjetjih, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu. V največjih dveh podjetjih, ki sta vključeni v indeks BET10, to sta BRD – Groupe Societe Generale in SNP Petrom S.A., imata večinska lastnika v lasti 81 oziroma 51 odstotkov vseh delnic.⁴⁹ Podobna situacija je tudi pri ostalih družbah, ki so vključene v indeks BET10 (glej Priloga 2, Tabela 6), saj kar pri osmih od desetih podjetij največji delničar obvladuje več kot polovico vseh izdanih delnic. Razumljivo so ta podjetja na trgu za strateške investitorje nepomembna in prav tu se skriva glavni razlog za nizek ustvarjen promet s temi delnicami.

Trenutne razmere na trgu vrednostnih papirjev v Romuniji po mojem mnenju ne omogočajo veliko prostora za rast. Perspektiva trga je boljša, če upoštevamo, da gospodarske reforme v Romuniji še zdaleč niso končane in da lahko v prihodnjih letih pričakujemo precej novih družb, katerih delnice bodo kotirale na organiziranem trgu. Lastniška struktura teh družb nam zaenkrat še ni znana, prav tako pa ni znan časovni okvir uvrstitve novih delnic na organiziran trg.

6.2.3 Vzajemni skladi

Prvi odprti vzajemni skladi so bili v Romuniji ustanovljeni leta 1993, ko še ni bilo ustrezne regulative, ki bi urejala njihovo poslovanje. V večjem številu so se tovrstni skladi pojavili leta 1996, vendar je bil porast njihovega števila kmalu zatrt, saj je prišlo do drastičnega zmanjšanja zaradi pomanjkanja primernih finančnih instrumentov na BSE, ki bi bili lahko predmet naložb skladov, zaradi krize bančnega sektorja v Romuniji in zaradi prevrednotenja posameznih naložb v strukturi skladov. Kriza investicijskih skladov se je vlekla do leta 2001 tudi zaradi nepravilnosti delovanja vodstev nekaterih vodilnih družb za upravljanje, kar je privedlo do drastičnega

⁴⁹ Secretary of State for Trade and Industry, 3. 5. 2004

zmanjšanja zaupanja investitorjev. Leta 2001 je v povprečju rast vrednosti posamezne enote vzajemnega sklada prvič po letu 1996 presegla rast inflacije. Vse nepravilnosti, ki so se dogajale v preteklosti, so bile povod za sprejetje nove zakonodaje leta 2002, ki je neprimerno bolj dosledno uredila področje poslovanja investicijskih skladov. Konec leta 2003 je bilo v Združenju družb za upravljanje Romunije (UNOPC) včlanjeno 21 družb za upravljanje, ki so imele v upravljanju 19 investicijskih skladov. Skupni znesek sredstev v vzajemnih skladih je konec aprila 2004 znašal 4,5 mio USD.⁵⁰

Investicijski skladi so večinoma organizirani kot mešani skladi, vendar njihove strukture zaenkrat ne kažejo podobe mešanih skladov, kot smo jih vajeni iz Slovenije ali iz držav Zahodne Evrope in ZDA. V skupni vrednosti sredstev v upravljanju romunskih skladov namreč državne obveznice predstavljajo kar 73 odstotkov. Desetina vrednosti sredstev je naložena v bančnih depozitih, 8 odstotkov je v drugih, nebančnih obveznicah, le 6 odstotkov vrednosti sredstev pa je investiranih v delnice, ki kotirajo na organiziranem trgu. Zaenkrat zakonodaja vzajemnim skladom ne dopušča naložb v delnice, ki ne kotirajo na organiziranem trgu.⁵¹

Izbor naložb romunskih investicijskih skladov je relativno skromen, glede na to, da jim zakonodaja dopušča relativno veliko svobodo pri izboru njihovih naložb, saj lahko zaenkrat nalagajo v:

- vrednostne papirje, ki jih izda državni trezor ali centralna banka Romunije,
- vrednostne papirje, ki kotirajo na organiziranem trgu v Romuniji,
- vrednostne papirje, ki kotirajo v državah, članicah OECD.

Maksimalni delež vrednosti sklada, ki je naložen v posamezni vrednostni papir, je 5 odstotkov, izjemoma pa ima lahko sklad v svojem portfelju tudi do 10 odstotkov posameznega papirja, vendar skupni delež tovrstnih naložb ne sme presegati 40 odstotkov vrednosti sredstev sklada.

6.3 Madžarska

6.3.1 Zakonodaja in davčni okvir

Poslovanje družb za upravljanje in investicijskih skladov na Madžarskem urejajo sledeči zakoni in predpisi:

- Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Act CXX on Capital Markets) iz leta 2001;
- Zakon o investicijskih skladih tveganega kapitala (Act XXXIV on Venture Capital Funds) iz leta 1998;
- Zakon o finančnih storitvah (Act CXII on Financial Services) iz leta 1996;
- Zakon o gospodarskih družbah (Companies Act (Act CXLIV)), sprejet leta 1997.

⁵⁰ Združenje družb za upravljanje Romunije, 5.5.2004

⁵¹ Združenje družb za upravljanje Romunije, 5.5.2004

Najpomembnejši za poslovanje družb za upravljanje in investicijskih skladov je Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Act CXX on Capital Markets). Ta zakon med drugim ureja provizije družb za upravljanje, pooblastila in naloge skrbnikov, pogoje glede izdaj novih delnic in pooblastila nadzorne institucije. Zakon o gospodarskih družbah (Companies Act) je podlaga za ustanovitev družbe za upravljanje, medtem ko Zakon o finančnih storitvah (Financial Services Act) določa pogoje poslovanja skrbniških bank.⁵²

Madžarska zakonodaja dovoljuje ustanovitev tako odprtih investicijskih skladov, kjer število kuponov ni fiksno, kot tudi zaprtih investicijskih družb, kjer družba izda določeno število delnic, ki se nadalje ne spreminja razen ob morebitnih dokapitalizacijah ali umiku kapitala. Pri vzajemnih skladih je regulativa relativno dodelana, kar dokazuje s tem, ko omogoča ustanovitev mnogih vrst vzajemnih skladov, poleg delniških, obvezniških in mešanih, tudi sklad skladov, nepremičninski sklad, sklade derivatov in podobno. V zakonu o gospodarskih družbah so opisani pogoji, pod katerimi je lahko ustanovljena družba za upravljanje. Nekaj poudarkov:

- družba za upravljanje mora imeti sedež na Madžarskem;
- minimalni osnovni kapital družbe je 100 mio HUF;
- izključna dejavnost družbe je upravljanje investicijskih skladov, uravnavanje števila investicijskih kuponov v obtoku, investicijsko svetovanje in posoja vrednostnih papirjev;
- pridobljena licenca s strani agencije za trg vrednostnih papirjev (PSZAF).

Zakonodaja predpisuje tudi naslednje omejitve, ki jih morajo upoštevati investicijski skladi pri njihovem izboru naložb:

- vrednost posamezne naložbe v skladu ne sme presegati 10 odstotkov vrednosti sredstev sklada, prav tako ne sme imeti sklad v lasti več kot 10 odstotkov glasovalnih pravic pri posameznem izdajatelju;
- sklad ne sme imeti v lasti več kot 20 odstotkov izdanih dolžniških vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja, z izjemo obveznic držav OECD;
- sklad ne sme imeti več kot 35 odstotkov vrednosti sklada vloženih v isto serijo državnih vrednostnih papirjev držav OECD;
- prepovedane so naložbe v enote drugih skladov istega upravljavca;
- razen pri skladu skladov, so prepovedane naložbe v investicijske kupone vzajemnih skladov.

Pri nekaterih vrstah skladov, kot denimo pri skladu skladov, skladu izvedenih finančnih instrumentov, nepremičninskem skladu, indeksnem skladu in podobno, obstajajo omejitve naložb, ki so specifične za vsako od oblik sklada in zagotavljajo, da sklad investira izključno v tiste segmente finančnih instrumentov, ki so navedeni v njegovem nazivu.

Nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov na Madžarskem izvaja Državna agencija za nadzor nad finančnimi institucijami (PSZAF), ki obenem tudi izdaja licence za posamezne nove investicijske sklade. Rok za pridobitev licence za nov vzajemni sklad je približno dva meseca.⁵³

⁵² KPMG Survey of Funds and Fund management 2002, 10. 5. 2004

⁵³ Združenje družb za upravljanje na Madžarskem, 10. 5. 2004

Davčni vidik naložb na trgu vrednostnih papirjev na Madžarskem je z vidika tujega investitorja relativno ugoden. Najpomembnejše je dejstvo, da ima Madžarska z večino evropskih držav podpisane sporazume o izogibanju dvojnih obdavčitev, kar pomeni, da tuji rezidenti na Madžarskem lahko uveljavljajo znižanje davčnih obremenitev. Dividende so sicer na Madžarskem obdavčene po 20 odstotni stopnji. Za tuje fizične osebe akontacija dohodnine pri izplačilu dividend znaša 15 odstotkov, vendar lahko tuji običajno uveljavljajo pravico do povračila izplačane akontacije v izogib dvojni obdavčitvi. Davek od dobička pravnih oseb se na Madžarskem obračunava po 18 odstotni stopnji. Podobno kot v Sloveniji so tako kapitalski dobički pravnih oseb vključeni v celoten dobiček podjetja in se ločeno ne obdavčujejo. Kapitalski dobički fizičnih oseb, ustvarjeni na organiziranem trgu, niso obdavčeni. Pri tem je izredno pomembno, da so dobički ustvarjeni na organiziranem trgu kapitala na Madžarskem oziroma na trgih držav Evropske unije. Posli, ki niso ustvarjeni na teh trgih, so namreč davčno drugače obravnavani in tudi davčno manj ugodni.⁵⁴

6.3.2 Kapitalški trg

Osrednji trg vrednostnih papirjev na Madžarskem je Borza vrednostnih papirjev v Budimpešti (v nadaljevanju BSE). Zakonski okvir trgovanja predstavlja zakon o trgu vrednostnih papirjev. Začetki borze v Budimpešti segajo v devetnajsto stoletje, v obdobje vladanja Habsburžanov. Moderna doba borze v Budimpešti se začne decembra 1987, ko 22 bank sklene dogovor o organiziranem trgovanju z vrednostnimi papirji. Leta 1990 je bila sprejeta zakonodaja, ki je uredila trgovanje na borzi v Budimpešti. Leta 1993 je bil vzpostavljen elektronski klirinški sistem, podoben KDD v Sloveniji. Delniški indeks BUX je bil uveden leta 1995, sestavljalo ga je 12 delnic največjih madžarskih podjetij po merilu tržne kapitalizacije. Poleg indeksa BUX objavlja borza v Budimpešti tudi indeks CHTX, v katerega je vključenih 10 najbolj prometnih delnic, s katerimi je ustvarjenega 80 odstotkov vsega ustvarjenega prometa na borzi v Budimpešti. BSE je od leta 1999 članica združenja evropskih borz vrednostnih papirjev (FESE), od leta 2002 pa objavlja tudi indeks CETOP20, ki je sestavljen iz dvajsetih delnic srednjeevropskih podjetij, med katerimi so tudi slovenske delnice Mercatorja, Petrola in Krke.⁵⁵

Trgovanje na BSE poteka na treh segmentih:

1) delnice

- redne delnice
- investicijski skladi
- potrdila o kompenzaciji

2) dolžniški vrednostni papirji

- zakladne menice
- državne obveznice

⁵⁴ Borza v Budimpešti, 10. 5. 2004

⁵⁵ Borza v Budimpešti, 10. 5. 2004

- hipotekarne obveznice
- podjetniške obveznice
- mednarodne obveznice

3) izvedeni finančni instrumenti

- delniške in indeksne opcije in terminske pogodbe
- valutne opcije in terminske pogodbe
- obrestne terminske pogodbe

Poleg teh treh delov obstaja tudi neuradni del trga, ki ni zabeležen v uradnih statistikah, a je kljub temu na njem ustvarjenega precej prometa. Ta segment z našega vidika preučevanja ni zanimiv, predvsem zaradi davčnih učinkov naložb na tem delu trga, ki so v primerjavi z uradnim delom trgovanja za tujega investitorja manj ugodni.

V letu 2003 je skupni promet na borzi v Budimpešti dosegel 10,3 mrd USD. Povprečni dnevni promet je v letu 2003 znašal 40,9 mio USD, povprečno je bilo dnevno sklenjenih 2.851 transakcij, kar je bilo sicer 3,9 odstotka manj kot leto poprej. Največ prometa se ustvari z delnicami, kar približno 83 odstotkov, medtem ko je trgovanje z obveznicami precej šibkejše, skupno državne in hipotekarne obveznice predstavljajo približno 11,3 odstotka skupnega ustvarjenega prometa na trgu. Omeniti je potrebno, da je najhitreje rastoči segment trga tisti del, kjer poteka trgovanje s hipotekarnimi obveznicami.

Tržna kapitalizacije BSE v zadnjih letih močno narašča. V letu 2003 je v primerjavi z letom 2002 zrasla za četrtno. Največji skok vrednosti tržne kapitalizacije se je zgodil pri delnicah, kjer je bila skupna tržna kapitalizacija za 27,5 odstotkov večja v primerjavi z letom prej. Glede na to, da v zadnjem letu ni bilo veliko novih izdaj vrednostnih papirjev na organiziranem trgu, je porast skupne vrednosti tržne kapitalizacije skoraj izključno odraz porasta tržnih tečajev obstoječih vrednostnih papirjev na trgu.

Borzni indeks, po katerem se ocenjuje gibanje kapitalskega trga na Madžarskem, je Budapest Stock Exchange Index, znan pod oznako (BUX). V njem je vključenih 12 podjetij, ki so obenem največja podjetja po tržni kapitalizaciji, ki kotirajo na BSE (glej Priloga 2, Tabela 7).⁵⁶ Nekoliko presenetljivi so deleži posameznih podjetij v strukturi indeksa. Tako se denimo indeks giba predvsem v smeri gibanja tečajev delnic največjih štirih članov indeksa, to so Gedeon Richter, Matav, MOL in OTP bank. Poleg tega, da so ta podjetja največja po tržni kapitalizaciji, je z njimi ustvarjenega tudi največ prometa na uradnem trgu. V letu 2003 je bilo največ prometa ustvarjenega z delnico OTP Bank (550 mio HUF), sledila ji je delnica MOL (496 mio HUF), tretja najprometnejša pa je bila delnica Matava (347 mio HUF).⁵⁷ Deleži ostalih članov indeksa so zanemarljivi, pa tudi ustvarjeni promet z njihovimi delnicami so bistveno nižji. Z najmanj prometnimi delnicami iz indeksa BUX je bilo tako v letu 2003 ustvarjenega manj kot 7 mio HUF borznega prometa.

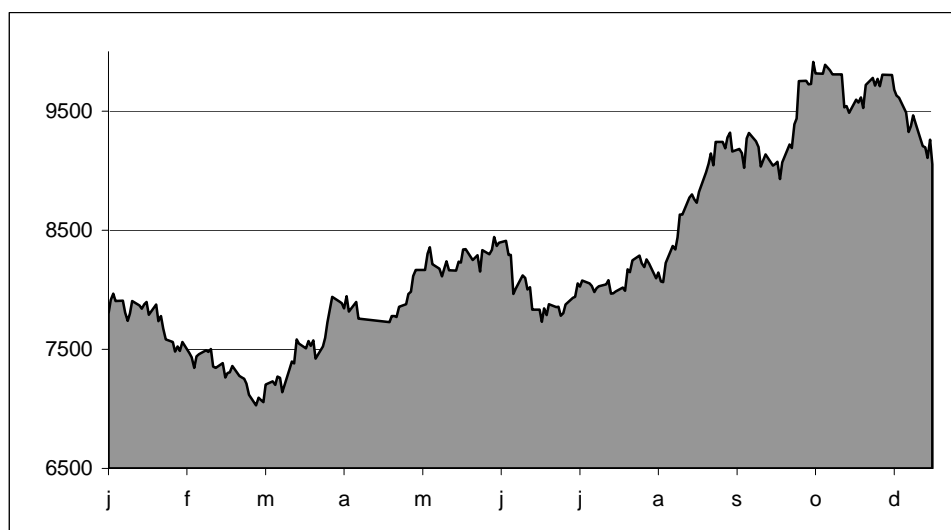
⁵⁶ Budapest Stock Exchange: Annual Report, 2003.

⁵⁷ Borza v Budimpešti, 10. 5. 2004

Glede na ostale trge vrednostnih papirjev, ki sem jih proučil doslej, je trg na Madžarskem z vidika vrednosti finančnih kazalcev na relativno nizkih nivojih, kljub temu da smo v preteklosti zaznali relativno močne rasti delniških tečajev. Tako povprečni P/E kazalec znaša 14⁵⁸, kar glede na strukturo indeksa, v katerem je močno zastopana panoga farmacije in energije in glede na to, da je Madžarska od 1. maja članica Evropske unije, ni visok nivo.

Tržne cene madžarskih delnic so na relativno nizkih nivojih tudi glede na nekatere ostale kazalce v primerjavi z ostalimi delnicami v proučevanih državah, saj povprečno razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnic v indeksu znaša 2,2⁵⁹, kar je glede na to, da je v indeksu kar nekaj podjetij iz panoge farmacije, ki je praviloma na organiziranem trgu vrednotena po višji vrednosti tega kazalca. Povprečni kazalec razmerja med tržno ceno delnice in vrednostjo prodaje podjetja znaša 1,38⁶⁰, kar je tudi sprejemljivo in omogoča nadaljnjo rast delniškega trga.

Slika 6: Gibanje vrednosti delniškega indeksa BUX v letu 2003



Vir: Bloomberg, 2004

6.3.3 Vzajemni skladi

Ustrezna zakonska podlaga za poslovanje investicijskih skladov na Madžarskem je bila sprejeta leta 1992, ko je stopil v veljavo Zakon o investicijskih skladih (Act on Investment Funds, 1992). Že leta 1993 je bilo ustanovljeno združenje družb za upravljanje z namenom zagotovitve stabilnih razmer za razvoj panoge investicijskih skladov na Madžarskem in doseganja večje varnosti sredstev investorjev. Danes je v združenju 23 družb za upravljanje, cilji pa ostajajo podobni kot ob ustanovitvi.⁶¹

⁵⁸ Bloomberg, 2004.

⁵⁹ Bloomberg, 2004.

⁶⁰ Bloomberg, 2004.

⁶¹ Združenje družb za upravljanje na Madžarskem, 10. 5. 2004

- implementacija izvedenih finančnih instrumentov v strukture investicijskih skladov z namenom zavarovanja pred tveganji;
- standardizacija izračunavanja neto vrednosti premoženja;
- standardizacija izračunavanja donosov skladov različnih družb za upravljanje;
- izboljšanje konkurenčnega položaja obstoječih domačih vzajemnih skladov v primerjavi s prihajajočo konkurenco iz zahodnoevropskih držav.

V letu 2003 so vzajemni skladi na Madžarskem doživeli razcvet. Skupna vrednost sredstev v skladih je narasla za 24 odstotkov, predvsem po zaslugi nižanja inflacije in obrestnih mer v bankah. Trenutno je aktivnih 8 zaprtih in 113 odprtih investicijskih skladov, ki imajo v upravljanju 810 mio HUF sredstev.⁶² Med vzajemnimi skladi je največ obvezniških skladov, ki pa v zadnjem času zaradi padajočih donosov obveznic izgubljajo na atraktivnosti in se je vrednost njihovih sredstev v upravljanju v letu 2003 znižala za četrtno. Zanimivo je, da so drugi najštevilčnejši skladi denarnega trga, katerih število še vedno narašča, prav tako pa narašča tudi število uravnoteženih skladov, v katerih je bilo v letu 2003 kar 32 odstotkov več sredstev kot v letu 2002. Deloma je ta porast posledica rasti tržnih tečajev vrednostnih papirjev na BSE in na mednarodnih trgih kapitala, deloma pa je rezultat povečanega povpraševanja investitorjev po investicijskih kuponih vzajemnih skladov.

Madžarska ima zgrajeno infrastrukturo tako s področja zakonodaje kot ureditve kapitalskega trga, ki omogoča nadaljnji razvoj vzajemnih skladov na njenem območju. Z vstopom v Evropsko unijo se je trg še bolj odprl tudi za tuje družbe za upravljanje, ki pa so bile na tem področju relativno močno prisotne že v preteklosti (Aegon, Generali, ING, Erste Bank...), zato večjih premikov ni za pričakovati. Lastniški deleži tujih investitorjev v finančnih institucijah so na splošno visoki, kar ugodno vpliva na hitrejši razvoj in uporabo raznovrstnih finančnih instrumentov na Madžarskem (Danylevska, 2002, str. 51). Glede na to, da trenutno vrednost naložbe v vzajemne sklade na prebivalca Madžarske dosega le 0,38 USD⁶³, lahko pričakujemo nadaljnjo rast vrednosti sredstev v vzajemnih skladih. Od leta 1994 na Madžarskem delujejo tudi pokojninski vzajemni skladi. Postali so zelo priljubljena oblika pokojninskega varčevanja, saj država spodbuja tovrstne investicije s tem, da so deležne 50 odstotkov davčnih olajšav. Tudi prispevki delodajalcev so oproščeni plačila davkov in prispevkov za socialno varnost (Vittas, 1996, str. 13).

6.4 Hrvaška

6.4.1 Zakonodaja in davčni okvir

Glavni zakonski okvir poslovanja družb za upravljanje in investicijskih skladov na Hrvaškem predstavljajo sledeči zakoni:

⁶² Združenje družb za upravljanje na Madžarskem, 10. 5. 2004

⁶³ Investment Company Institute, 10. 5. 2004

- Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Zakon o tržištu vrijednosnih papira – Narodne novine br. 84/02);
- Zakon o investicijskih skladih (Zakon o investicijskim fondovima – Narodne novine br. 107/95 in 12/96);
- Zakon o privatizacijskih investicijskih skladih (Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima – Narodne novine br. 109/97).

Poleg sprejetih zakonov urejajo poslovanje družb za upravljanje tudi predpisi in mnenja, izdana s strani agencije za trg vrednostnih papirjev (Komisija za vrijednosne papire Republike Hrvatske, v nadaljevanju CROSEC) in borze vrednostnih papirjev v Zagrebu (Zagrebačka burza). Zakonodaja na Hrvaškem dopušča dve obliki investicijskih skladov:

- 1) odprti vzajemni sklad – ni pravna oseba, temveč so to zgolj zbrana sredstva v upravljanju določene družbe za upravljanje. Investicijski kuponi so prosto prenosljivi in ne kotirajo na trgu, temveč jih lahko investitorji kupujejo/prodajajo izključno pri upravitelju vzajemnega sklada. Zastava investicijskih kuponov zaenkrat ni mogoča.
- 2) zaprti investicijski sklad – organiziran kot javna delniška družba, delnice so izdane kot redne delnice. Zastava delnic ni mogoča. Minimalni osnovni kapital znaša 4 mio HRK, kar predstavlja približno 520,000 EUR.⁶⁴

Družba za upravljanje mora pred začetkom delovanja pridobiti licenco s strani CROSEC, prav tako mora CROSEC odobriti prospekte in spremembe prospektov vzajemnih skladov. Družbe za upravljanje so lahko organizirane kot družbe z omejeno odgovornostjo ali kot delniške družbe, minimalni osnovni kapital znaša 1 mio HRK, v vsakem primeru mora družba za upravljanje imeti dva člana uprave z licenco CROSEC. Maksimalna upravljavska provizija, ki jo družba za upravljanje zaračunava posameznemu investicijskemu skladu, znaša za posamezno leto 2 odstotka vrednosti sredstev sklada.

Skladi imajo pri izboru naložb relativno proste roke. S sredstvi lahko kupujejo delnice in obveznice, ki kotirajo na organiziranem trgu na Hrvaškem, v državah Evropske unije oziroma državah, članicah OECD. Sklad lahko kupuje vrednostne papirje tudi na drugih organiziranih trgih, vendar mora imeti tovrstno naložbeno politiko izrecno definirano v svojem prospektu. Največ 5 odstotkov sredstev sklada je lahko investiranega v delnice enega izdajatelja. Izjemoma je ta odstotek lahko tudi višji in dosega 10 odstotkov sklada, vendar skupna vrednost tovrstnih naložb ne sme presegati 40 odstotkov vrednosti sklada.

Investicijski skladi morajo biti pasivni investitorji, kar naj bi bilo zagotovljeno s predpisom, po katerem investicijski sklad ne sme imeti v lasti več kot 10 odstotkov glasovalnih pravic v določene podjetju, prav tako sklad ne sme odkupiti več kot desetino izdaje obveznic določenega izdajatelja. Pravilnost poslovanja investicijskih skladov na Hrvaškem nadzira »Komisija za vrijednosne papire«, ki je organizirana v okviru ministrstva za finance.

⁶⁴ KPMG Survey of Funds and Fund management 2002, 15. 5. 2004

Hrvaška zakonodaja predpisuje, da morajo imeti vse delnice v zaprtih investicijskih skladih in vse delnice v vzajemnih skladih enake pravice. To pomeni, da skladi lahko kupujejo le delnice rednih delniških družb, ne smejo pa kupovati investicijskih kuponov drugih investicijskih skladov, ki ne kotirajo na organiziranem trgu. Posledica tega predpisa je, da skladi skladov na Hrvaškem niso dovoljeni.

6.4.2 Kapitalski trg

Hrvaška ima dve borzi vrednostnih papirjev. Ena deluje v Zagrebu, druga pa v Varaždinu. Večina prometa z delnicami rednih delniških družb se ustvari v Zagrebu, medtem ko na borzi v Varaždinu zaenkrat kotira le ena delnica v segmentu tako imenovanih »blue chipov«, to je delnica Varteksa.⁶⁵ Zaradi večje pestrosti naložb v Zagrebu, se bom v nadaljevanju posvetil predvsem temu organiziranemu trgu.

Borza v Zagrebu je bila ustanovljena leta 1991, ko jo je ustanovilo 25 bank in zavarovalnic. Sprva je bila mišljena kot neprofitna organizacija, namenjena spodbujanju privatizacije in zagotavljanju večje transparentnosti pri trgovanju z vrednostnimi papirji, sčasoma pa je postala pravna oseba, ki se financira iz članarin borznih članov in izdajateljev vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi. Tržna kapitalizacija Zagrebačke burze je v letu 2003 znašala 58.217,4 mio HRK. V primerjavi z letom prej predstavlja ta vsota 51 odstotno rast. Delež delnic v celotni tržni kapitalizaciji je znašal 64 odstotkov. Dnevno se je v letu 2003 v povprečju sklenilo 143 poslov, povprečni dnevni promet je znašal 49 mio HRK, kar predstavlja približno 6,5 mio EUR.⁶⁶

Borzni trg v Zagrebu je razdeljen v sledeče segmente:

1. Uradni trg (ang. Quotation I)
 - a. delnice (3 VP*)
 - b. podjetniške obveznice (3 VP*)
 - c. državne obveznice in obveznice državnih institucij (9 VP*)
2. JDD⁶⁷ kotacija
 - a. delnice
 - i. redne delnice (116 VP*)
 - ii. prednostne delnice (15 VP*)
3. Redna kotacija (ang. Quotation II)
 - a. delnice (0 VP*)
 - b. podjetniški komercialni zapisi (3 VP*)
4. Vzporedni trg (ang. Quotation TN)
 - a. delnice
 - i. redne delnice (31 VP*)

⁶⁵ Borza vrednostnih papirjev v Varaždinu, 15. 5. 2004

⁶⁶ Borza vrednostnih papirjev v Zagrebu, 16. 5. 2004

⁶⁷ JDD je kratica za »javna dionička društva« in pomeni v slovenskem jeziku »javne delniške družbe«.

- ii. prednostne delnice (1 VP*)
- iii. delnice investicijskih družb (2 VP*)
- b. obveznice (2 VP*)

* VP je kratica za število vrednostnih papirjev

Delniški indeks borze v Zagrebu se imenuje CROBEX. Izračunavajo ga od 1. septembra 1997, ko je bila postavljena bazična vrednost 1000 točk. Ker se izračunava glede na zadnje dnevne (close) tečaje, izračun vrednosti indeksa med trgovanjem ni mogoč, ampak le ob koncu posameznega trgovalnega dneva. Indeks je sestavljen iz desetih največjih podjetij po tržni kapitalizaciji, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu. Nobeno od podjetij ne more imeti več kot 35 odstotno udeležbo pri izračunu vrednosti indeksa, katerega sestava se revidira dvakrat na leto. Kriteriji, ki jih mora posamezna delnica izpolnjevati, da je lahko vključena v indeks CROBEX, so naslednji:

- z njo se mora trgovati v vsaj 75 odstotkov vseh trgovalnih dneh v preteklih šestih mesecih,
- kotirati mora na zagrebški borzi vsaj pol leta,
- tržna kapitalizacija mora biti večja od povprečne tržne kapitalizacije na zagrebški borzi, trenutno to pomeni 250 mio HRK..

Pri proučevanju hrvaškega kapitalskega trga naletimo na podobno težavo kot pri večini od proučevanih vzhodnoevropskih trgov. Indeks CROBEX je namreč sestavljen iz desetih delnic, vendar v njegovi strukturi največje udeležbe predstavljata Privredna banka Zagreb d.d. in Pliva d.d., ki skupaj predstavljata skoraj polovico skupne tržne kapitalizacije vseh delnic v indeksu. Pri Plivi je udeležba, ki jo ima v indeksu nad maksimalno dovoljenimi 35 odstotki, zaradi česar se pri izračunu indeksa njena vrednost upošteva le do 35 odstotkov, štirje odstotki pa se porazdelijo med vse ostale delnice (glej Priloga 2, Tabela 8).

Zaradi prevelikega vpliva vodilnih dveh družb v indeksu je njegovo gibanje povsem odvisno od gibanja tečajev teh dveh delnic. Delnica Plive d.d. oziroma natančneje njena globalna potrdila o lastništvu (GDR⁶⁸) kotira tudi v Londonu, kar zaradi valutnih razmerij in zaradi nekaterih špekulantskih transakcij sproža arbitražne posle na borzi v Zagrebu, in to je velikokrat razlog za nenadne premike vrednosti indeksa.

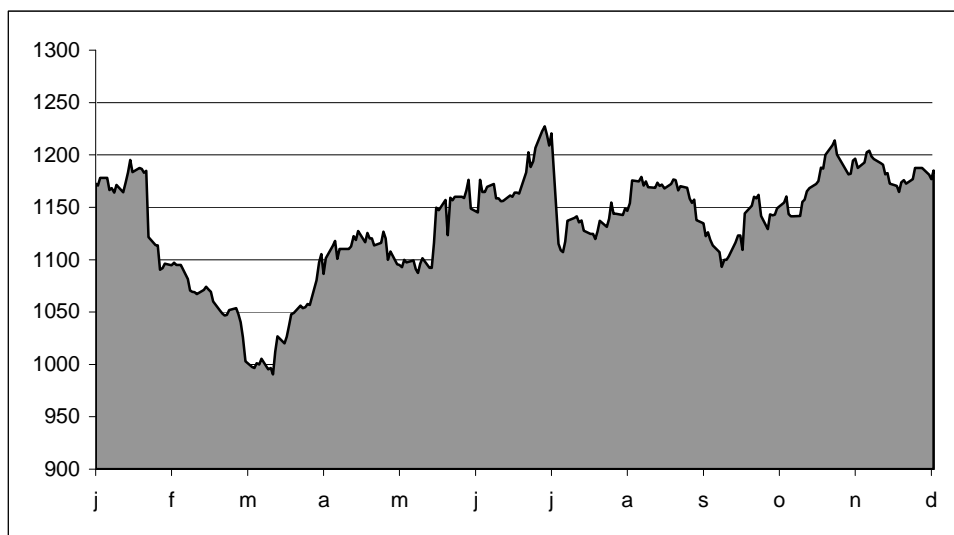
Po drugi strani so v indeks vključene delnice podjetij, s katerimi je prometa relativno malo in se njihovi tečaji praktično po več dni ne spremenijo. V primeru, da se tržni tečaj posamezne delnice na določen dan ne spremeni, ker s to delnico ni sklenjenega nobenega posla, se upošteva zadnji znani zaključni tečaj te delnice. V primeru, da je poslov malo, je vpliv vodilnih delnic v indeksu še toliko večji in izrazitejši.

Indeks CROBEX je tako predvsem po zaslugi delnic vodilnih dveh podjetij v letu 2003 kazal bolj podobo ustaljenega kapitalskega trga kot razvijajočega trga, kjer je mogoče ob upoštevanju in sprejemanju visokega tveganja doseči visoke kapitalske dobičke. Po začetni depresiji na trgu je

⁶⁸ GDR – angleška kratica za Global Depository Receipts oz. globalna potrdila o lastništvu delnic.

preko leta postopoma pridobival izgubljeno vrednost in leto zaključil pri 1.170 točkah. Če pogledamo nekoliko dlje v preteklost, opazimo relativno stabilno rast indeksa od leta 2000 dalje, z vmesnim obdobjem močne rasti v letu 2001 in deloma v 2002, kateremu je sledilo obdobje padajočih tečajev, ko se je indeks iz rekordnih 1.329 točk v začetku 2002 spustil do 990 točk marca 2003.⁶⁹

Slika 7: Gibanje vrednosti delniškega indeksa CROBEX v letu 2003



Vir: Bloomberg, 2004.

Hrvaška ima utečen elektronski sistem trgovanja na organiziranem trgu, avtomatsko poravnavo v delniških knjigah ter trgovanje po sistemu »continuous trading«, kar pomeni, da je trgovanje vsak dan in ne samo na določene dneve, kot je praksa pri avkcijskem načinu trgovanja. Avkcijski način trgovanja ima denimo Srbija, primeren pa je za borze vrednostnih papirjev, kjer so ustvarjeni prometi izredno majhni.

6.4.3 Vzajemni skladi

Upravljanje premoženja v vzajemnih skladih je na Hrvaškem relativno dobro razvito in zastopano s strani domačih in tujih družb za upravljanje. Tuje družbe za upravljanje so večinoma v lasti večjih bank, ki imajo na Hrvaškem svoje poslovalnice (Reiffeisen Zentral Bank, Hypo Alpe-Adria Bank), medtem ko so domače družbe za upravljanje prav tako praviloma v bančni lasti (Zagrebačka banka, Privredna banka Zagreb ipd.). Trenutno je na Hrvaškem aktivnih šest delniških, sedem uravnoveženih, devet obvezniških vzajemnih skladov in enajst skladov denarnega trga. Ker hrvaški kapitalni trg ne ponuja dovolj naložbenih možnosti za učinkovito razpršitev sredstev skladov, imajo le-ti večino sredstev naloženih v delnicah in obveznicah na tujih trgih vrednostnih papirjev. Skupna vrednost sredstev v vzajemnih skladih na Hrvaškem v maju 2004 dosega približno 2,9 mrd HRK, kar je manj kot konec leta 2003. Padeč je deloma

⁶⁹ Bloomberg, 2004.

posledica gibanja kapitalskih trgov, kjer tečaji nekaterih delnic beležijo negativne donose, deloma pa je padec skupne vrednosti sredstev tudi posledica manjših pritokov svežega denarja investitorjev.⁷⁰

Po vrednosti sredstev so zaenkrat na Hrvaškem skupno največji skladi družbe za upravljanje ZB Invest, ki je v lasti Zagrebačke banke d.d.. Med delniškimi skladi je največji sklad Select Europe družbe za upravljanje CAIB Invest. Ta sklad ima v upravljanju 52,1 mio HRK sredstev. Med obvezniškimi skladi je z naskokom največji ZB Bond družbe za upravljanje ZB Invest. Ta sklad ima v upravljanju 256,6 mio HRK, medtem ko ima denimo drugi največji obvezniški sklad, to je Reiffeisen Bonds, v upravljanju slabih 100 mio HRK. Med mešanimi skladi je največji ZB Trend, ki spada pod isto družbo za upravljanje kot ZB Bond, v upravljanju pa ima 212,2 mio HRK sredstev. Ostanje še skladi denarnega trga, med katerimi je največji PBZ Novčani s 512,1 mio HRK v upravljanju. Sklad je ustanovljen s strani družbe za upravljanje PBZ Invest.

Provizije so pri skladih zelo podobne. Pri delniških skladih znašajo vstopne provizije v povprečju okrog 3 odstotke, upravljaljske pa od 2 do 3,5 odstotka. Zelo podobne stopnje vstopnih provizij so pri mešanih skladih, kjer pa upravljaljske ne presegajo 2 odstotkov. Pri obvezniških skladih so nižje tako vstopne provizije, ki znašajo do 2,5 odstotka, medtem ko so upravljaljske provizije tu od 1 do 2 odstotkov. Najnižje provizije so razumljivo pri skladih denarnega trga, kjer vstopnih provizij ni, upravljaljske pa znašajo od 1 do 1,5 odstotkov vrednosti sredstev na letni ravni.⁷¹ Glede na trenutno stanje na trgu vzajemnih skladov in na kapitalskem trgu je na Hrvaškem mogoča nadaljnja rast te panoge, ki pa najverjetneje ne bo tako skokovita kot v nekaterih drugih vzhodnoevropskih državah, saj je stopnja razvitosti tukaj višja, po drugi strani pa žal politična situacija ne predvideva skorajšnje vključitve Hrvaške v evropske integracije, kar bi vzpodbudilo razvoj kapitalskega trga in z njim povezane selitve denarnih sredstev iz poslovnih bank v vzajemne sklade.

6.5 Češka

6.5.1 Zakonodaja in davčni okvir

Poslovanje družb za upravljanje in investicijskih skladov na Češkem ureja Zakon o investicijskih skladih in investicijskih družbah iz leta 1992 (Investment Companies and Investment Funds Act, 1992 – ICIFA). Poleg tega zakona je poslovanje investicijskih skladov regulirano tudi z zakonodajo, ki ureja poslovanje podjetij na borzi vrednostnih papirjev v Pragi, in sicer predvsem s sledečimi predpisi:

- Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Act No. 591/1992);
- Zakon o agenciji za nadzor trgov vrednostnih papirjev (Act No. 15/1998);
- Zakon o borzi vrednostnih papirjev (Act No. 214/1992);

⁷⁰ TO ONE, d.o.o., 16. 5. 2004.

⁷¹ Fondovi.com, 16. 5. 2004.

- Predpis o uvrstitvi vrednostnih papirjev na organiziran trg (Decree No. 88/1993);
- Predpis o izračunavanju neto vrednosti enot premoženja vzajemnih skladov (Decree No. 207/1998).

Investicijski skladi so na Češkem lahko organizirani kot odprti vzajemni skladi, specializirani odprti vzajemni skladi in kot zaprti vzajemni skladi. Razlike med posameznimi oblikami skladov so podane v Tabeli 7.⁷²

Tabela 9: **Organizacijske oblike investicijskih skladov na Češkem**

	Vrednotenje	Določeni kupci	Prenosnost enot/certif.	Število enot	Javna prodaja	Izplačilo enote
Odprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 7 dni	Ne	Ne	Neomejeno	Ne	Da
Specializirani odprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 7 dni	Da	Ne	Neomejeno	Ne	Da
Zaprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 3 mesece	Ne	Da	Omejeno na izdajo	Da	Razpustitev sklada

Vir: Investment Companies and Investment Fund Act of the Czech Republic, 1992.

Vzajemni skladi niso pravne osebe. Edina podjetja, ki lahko ustanavljajo vzajemne sklade, so družbe za upravljanje, ki morajo biti organizirane kot delniške družbe. Tudi zaprte investicijske družbe morajo biti organizirane kot delniške družbe. Pred pričetkom poslovanja morata investicijska družba in vzajemni sklad pridobiti licenco nadzorne agencije za vrednostne papirje. Osnovni kapital družbe za upravljanje mora znašati vsaj 20 mio CZK, kar predstavlja približno 520,000 USD. Tako kot v ostalih državah, družba za upravljanje ne more opravljati druge dejavnosti kot je uravnavanje denarnih tokov vzajemnih skladov ter upravljanja portfeljev vzajemnih skladov.

Provizija družbe za upravljanje, ki jo ta zaračunava vzajemnemu skladu, je lahko določena na dva načina, višina pa je pri obeh omejena s strani nadzorne agencije. V primeru, da se družba za upravljanje odloči, da provizijo določi v odstotku od povprečne letne vrednosti sredstev v upravljanju, je zgornja meja 2 odstotka od povprečne vrednosti sredstev v letu. Družba za upravljanje lahko provizijo vzajemnemu skladu zaračuna tudi v odstotku od realiziranega in nerealiziranega dobička sklada v posameznem letu. V primeru, da se družba za upravljanje odloči za ta način obračunavanja, letna provizija ne sme preseči 20 odstotkov od dobička sklada.

Zakonodaja družbam za upravljanje prepoveduje izdajo obveznic. Vsi posli z vrednostnimi papirji za vzajemne sklade morajo biti izvršeni na organiziranem trgu v sklopu rednega trgovanja preko pooblaščenega člana borze.

⁷² KPMG Survey of Funds and Fund management 2002, 17.5.2004

Češka zakonodaja upravljavcem skladov prepušča precej proste roke pri izboru naložb. Tako lahko skladi investirajo v vse oblike delnic in obveznic, ki kotirajo na organiziranih trgih v državah, članicah OECD. Kupujejo lahko tudi izvedene finančne instrumente, namenski skladi pa tudi nepremičnine. Za določene oblike naložb potrebujejo skladi posebno dovoljenje nadzorne agencije za trg vrednostnih papirjev. Glede izpostavljenosti portfeljev skladov veljajo pravila:

- Ena serija izdanega vrednostnega papirja s strani posameznega izdajatelja ne sme presežati 10 odstotkov vrednosti sredstev sklada, z izjemo državnih obveznic Češke republike in držav OECD, pri katerih velja pravilo, da posamezna izdaja obveznic ne sme presežati 30 odstotkov vrednosti sklada.
- Posamezen vzajemni sklad ali investicijska družba ne sme imeti v lasti več kot 10 odstotkov izdaje posameznega vrednostnega papirja. Ta predpis ne velja za državne vrednostne papirje.
- Največji delež posameznega vrednostnega papirja v portfelju posameznega investicijskega sklada je 5 odstotkov. Če sklad preseže ta limit, mora to takoj javiti to nadzorni agenciji za trg vrednostnih papirjev.
- Portfelj vzajemnega sklada ali investicijske družbe ne sme biti sestavljen iz investicijskih kuponov oziroma delnic drugih investicijskih skladov. Iz tega določila je jasno, da sklad skladov na Češkem ni mogoč.
- Posebnost je določilo, ki dovoljuje vzajemnim skladom posojanje vrednostnih papirjev, vendar ne za dobo, daljšo od 30 dni.

Posebnost češke davčne zakonodaje je izrazita raznolikost davčne obremenjenosti glede na domače in tuje investitorje in vire prihodka. Tako so za domače sklade obresti in dividende iz naslova domačih vrednostnih papirjev obdavčene 15-odstotno. Davek se odvede takoj, dividende niso vključene v osnovo za davek od dobička. Zakonodaja predpisuje določene izjemne primere, pri katerih obresti niso obdavčene. Tuje dividende, ki jih dobi češki vzajemni sklad, so obdavčene po 15-odstotni davčni stopnji. Dobički v državah, s katerimi ima Češka sklenjene dogovore o izogibanju dvojne obdavčitve, se lahko davčno obravnavajo pri končnem izračunu davka na dobiček.

Za tuje sklade velja, da so dividende in obresti, ki jih je tuj sklad pridobil od češkega podjetja oziroma institucije, obdavčene po 15-odstotni stopnji, vendar je mogoče znižanje stopnje skladno s sporazumi o izogibanju dvojni obdavčitvi. Večina sporazumov o izogibanju dvojni obdavčitvi pri investicijskih skladih ni učinkovita, zato se nanje ni dobro zanašati.⁷³

Češki investitorji v vzajemne sklade so zavezanci za plačilo davka od dobička (ob predpostavki, da tega realizirajo). Stopnja davka na dobiček je variabilna in se giblje progresivno glede na dohodninsko stopnjo. Kapitalske izgube se poravnavajo s kapitalskimi dobički pri izračunu davčne osnove za plačilo davka na kapitalski dobiček, vendar le znotraj istega leta.

⁷³ Združenje članov borze v Pragi, 17. 5. 2004

6.5.2 Kapitalški trg

Praška borza vrednostnih papirjev je bila ustanovljena 24. novembra 1992. S trgovanjem se je pričelo aprila 1993, ko je bilo v kotacijo uvrščenih prvih 7 vrednostnih papirjev. Poplavo novih kotacij vrednostnih papirjev so doživeli 1993, leta 1994 pa so pričeli z izračunavanjem delniškega indeksa PX 50. Do leta 2000 je bilo na Praški borzi vrednostnih papirjev precej težav zaradi nedodelane informacijske podpore, kar se tiče knjige naročil in avtomatske poravnave poslov. To je bil tudi razlog za umik nekaterih družb iz organiziranega trga, leta 1999 je bilo umaknjenih 75 delnic. Leta 2001 je bila Praška borza vrednostnih papirjev včlanjena v Svetovno združenje borz (Federation of the European Securities Exchanges, FESE).⁷⁴

Danes trgovanje na borzi vrednostnih papirjev v Pragi poteka v štirih segmentih:

- 1) **Glavni trg (angl. Main market)** – namenjen trgovanju z delnicami največjih podjetij na borzi v Pragi. V tem segmentu so najvišje provizije, ki bremenijo izdajatelje, trg je najbolj pregleden.
- 2) **Sekundarni trg (ang. Secondary market)** – prav tako kot glavni trg je tudi ta segment vrednostnih papirjev namenjen elitnim podjetjem.
- 3) **Nov trg (ang. New market)** – namenjen kotacijam delnic podjetij, ki imajo sicer prekratko zgodovino, da bi se lahko potegovala za kotacijo na glavnem ali sekundarnem trgu, obenem pa izkazujejo visoke stopnje rasti in jih lahko čez nekaj let pričakujemo na glavnem trgu.
- 4) **Prosti trg (ang. Free market)** – tržni segment, na katerem veljajo veliko bolj ohlapna pravila poročanja izdajateljev, zato na tem delu kotirajo delnice manjših podjetij, ki ne izpolnjujejo pogojev za uvrstitev v višje segmente trga. V preteklosti se je ta segment trga imenoval neuradni trg.

V vsakem od tržnih segmentov obstajata dva glavna načina trgovanja: t. i. SPAD in »continual«. **SPAD** je sistem trgovanja z vzdrževalci trga (ang. market makers). Število vzdrževalcev ni fiksno določeno niti omejeno. Trgovanje po tem sistemu poteka v dveh fazah, v prvi se trg odpira preko vzdrževalcev trga, v drugi pa prav tako preko njih zapira.

Drugi način trgovanja na praški borzi je t. i. **continual**. Pri tem načinu trgovanje poteka na klasičen način, z različnimi dovoljenimi dnevnimi odstopanji od enotnega tečaja na posameznih tržnih segmentih. Tako pri SPAD kot pri Continual poteka trgovanje po principu dražbe in v obliki poslov s svežnji.⁷⁵

Gibanje tečajev na Praški borzi vrednostnih papirjev najbolje kaže delniški indeks PX 50. Sestavljen naj bi bil iz delnic 50 podjetij, ki so lahko tja uvrščena le iz glavnega in sekundarnega

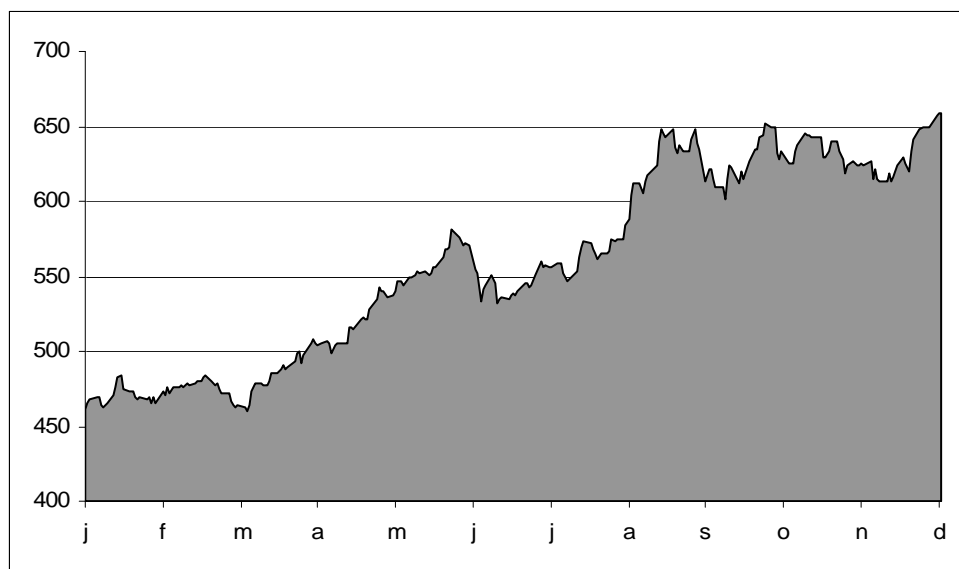
⁷⁴ Borza v Pragi, 17. 5. 2004

⁷⁵ Borza v Pragi, 17. 5. 2004

trga, vanj pa se vključujejo na podlagi tržne kapitalizacije. Trenutno je v indeksu 16 delnic. V delniškem indeksu PX 50 prevladujejo delnice štirih podjetij (glej Priloga 2, Tabela 10), med katerimi sta dve iz bančnega sektorja. Največjo kapitalizacijo ima Erste bank del Oesterreichischen Sparkassen, s katero pa je na organiziranem trgu razmeroma malo prometa, saj je lastništvo razmeroma močno skoncentrirano. Nasploh je na trgu prisotna močna koncentriranost lastništva, saj med prvimi desetimi največjimi delnicami po vrednosti tržne kapitalizacije v indeksu, pri vseh največji delničar obvladuje najmanj 40 odstotkov vseh glasovalnih pravic. Pri spremljanju gibanja delniških tečajev moramo biti pazljivi zaradi koncentracije vpliva vodilnih štirih podjetij na gibanje celotnega indeksa, saj so uteži v indeksu s strani ostalih podjetij izredno majhne.

Zgodovina tečajev delnic na borzi v Pragi je zelo pestra. Leta 1999 smo videli tam skokovit porast cen, ki se je odrazil v porastu indeksa PX 50 iz 480 točk na skoraj 700 točk v treh mesecih. Trend se je nato obrnil navzdol skupaj z razvitimi zahodnimi trgi in cene so padale do septembra 2001, ko je indeks dosegel dno pri 322 točkah. Odtlej na borzi vztraja bikov trend, ki je indeks zopet pognal do 850 točk v začetku leta 2004. Če pogledamo gibanje cen delnic na borzi v Pragi v preteklosti, so tamkajšnje delnice trenutno na relativno visokih ravneh. Povprečni kazalec P/E pri podjetjih v indeksu znaša 28,5, kar je trenutno veliko, ne samo za razvijajoče se trge, temveč tudi za razvite trge.⁷⁶

Slika 8: Gibanje vrednosti delniškega indeksa PX 50 v letu 2003



Vir: Bloomberg, 2004.

⁷⁶ Bloomberg, junij 2004

6.5.3 Vzajemni skladi

Vzajemni skladi so na Češkem glede na ostale proučevane države relativno dobro razviti. Trenutno na njenem območju poslujejo naslednji vzajemni skladi (v oklepaju navajam število posameznih vzajemnih skladov junija 2004):

1. Domači vzajemni skladi:
 - Delniški VS (9)
 - Obvezniški VS (12)
 - Sklad skladov (2)
 - Sklad denarnega trga (5)
 - Mešani VS (22)

2. Tuji vzajemni skladi:
 - Delniški VS (536)
 - Obvezniški VS (290)
 - Mešani VS (82)
 - Sklad skladov (20)

Domače in tuje vzajemne sklade je potrebno ločevati zaradi različnega davčnega obravnavanja naložb v sklade, v odvisnosti od rezidentskega statusa družbe za upravljanje. Najbolj so priljubljeni obvezniški vzajemni skladi, med katerimi je največji domači sklad ISČS Sporobond, v katerem je zbranih 11.875 mio CZK sredstev, kar predstavlja približno 371 mio EUR. Letna donosnost obvezniških skladov dosega okrog 8 odstotkov. Med domačimi delniškimi skladi je največji ISČS Sporotrend, v katerem je zbranih 1.492 mio CZK sredstev (46,6 mio EUR).⁷⁷ Donosnosti delniških vzajemnih skladov so bile v zadnjih letih zelo različne. V letih 2000 in 2001 je vrednost točk skladov padala, medtem ko v zadnjem letu večina skladov dosega pozitivne donose. Družbe za upravljanje so včlanjene v združenje Asociace pro kapitalovy trh, ki zbira informacije o donosnostih vzajemnih skladov, denarnih tokovih v skladih, skrbi za informiranost njenih članov in podobno.⁷⁸ Kot vidimo iz skupnega števila vzajemnih skladov, so vzajemni skladi na Češkem v primerjavi z ostalimi proučevanimi državami zelo razviti, kar daje manj prostora za nove družbe za upravljanje, ki si želijo prodreti na češki trg. Poleg tega češki kapitalski trg ne omogoča normalne razpršitve naložb vzajemnega sklada, zato imajo češki vzajemni skladi večino naložb v delnicah, ki kotirajo na trgih po Zahodni Evropi.

6.6 Slovaška

6.6.1 Zakonodaja in davčni okvir

Najpomembnejši zakon, ki ureja poslovanje družb za upravljanje in investicijskih skladov, je Zakon o investicijskih skladih (Collective Investment Act) iz leta 1999. Poleg tega zakona njihovo poslovanje urejajo še sledeči zakoni:

⁷⁷ Central and Eastern Europe Business Information Center, 20. 5. 2004

⁷⁸ Finance.cz, 20. 5. 2004

- Zakon o gospodarskih družbah (Commercial Code) iz leta 2001,
- Zakon o vrednostnih papirjih (Securities Act) iz leta 2001,
- Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Act on Stock Exchange) iz leta 2000,
- Zakon o dohodnini (Income Tax Act) iz leta 2001.

Metode vrednotenja točk vzajemnih skladov predpisuje »Dekret ministrstva za finance, 25/2000«, ki regulira tudi računovodstvo skladov, »Dekret ministrstva za finance 26/2000« pa predpisuje pogoje za člane uprave družbe za upravljanje.⁷⁹

Zakon predvideva tri vrste investicijskih skladov. Njihove značilnosti predstavljam v tabeli 11.

Tabela 11: **Značilnosti posameznih oblik investicijskih skladov na Slovaškem**

	Vrednotenje	Določeni kupci	Prenosnost enot/certif.	Število enot	Javna prodaja	Izplačilo enote
Odprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 7 dni	Ne	Ne	Neomejeno	Ne	Da
Specializirani odprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 7 dni	Da	Ne	Neomejeno	Ne	Da
Zaprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 3 mesece	Ne	Da	Omejeno na izdajo	Da	Razpustitev sklada

Vir: Zakon o gospodarskih družbah (Commercial Code) Republike Slovaške, 2001.

Značilnost slovaške zakonodaje, ki ureja poslovanje družb za upravljanje, je razmeroma visoka vrednost predpisanega osnovnega kapitala družb za upravljanje. Ta mora znašati najmanj 50 mio SKK (1,25 mio EUR). Družba za upravljanje je lahko le delniška družba in upravljanje skladov je njena izključna dejavnost. 50 mio SKK je tudi najmanjša dovoljena vrednost sredstev vzajemnega sklada na Slovaškem.

Investicijski skladi lahko investirajo v tuje in domače vrednostne papirje. Omejitve, ki jih morajo pri izboru naložb upoštevati, so sledeče:

- predmet naložb so lahko vrednostni papirji, ki so uvrščeni na organiziran trg vrednostnih papirjev na Slovaškem ali v katerikoli tuji državi, članici Svetovnega združenja borz;
- tuji trg, na katerem kotirajo vrednostni papirji, ki so predmet naložb investicijskih skladov, mora biti primerno reguliran s strani nadzorne agencije;
- pri novih izdajah vrednostnih papirjev lahko skladi sodelujejo le v primeru, da se izdajatelj obveže, da bodo ti vrednostni papirji kotirali na organiziranem trgu v roku enega leta po izdaji;
- skladi lahko kupujejo tudi točke drugih vzajemnih skladov, vendar ne v sklade iste družbe za upravljanje;
- dovoljeno je investiranje v izvedene finančne instrumente;

⁷⁹ KPMG Survey of Funds and Fund management 2002, 20. 5. 2004.

- Sklad lahko predstavlja največ:
 - 10 odstotkov delnic posameznega izdajatelja,
 - 10 odstotkov obveznic posameznega izdajatelja, razen državnih obveznic,
 - 10 odstotkov investicijskih kuponov posameznega vzajemnega sklada.

Nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov izvaja t. i. **Urad pre finančni trh**, ki predstavlja slovaško agencijo za trg vrednostnih papirjev.

Davčna stopnja davka na dodano vrednost na Slovaškem znaša 19 odstotkov. Prav toliko znaša tudi stopnja davka od dobička pravnih oseb in akontacija dohodnine pri izplačilih dividend. Slovaška ima z večino evropskih držav podpisane sporazume o izogibanju dvojne obdavčitve, zato lahko tuji investitor zahteva vračilo razlike v plačani akontaciji dohodnine. Če ima fizična oseba vrednostne papirje v lasti več kot pet let, je oproščena plačila davka na kapitalski dobiček. Če je ta doba krajša od pet let, znaša davek 19 odstotkov. Pravne osebe ne plačujejo posebnega davka na kapitalski dobiček, ampak se jim kapitalski dobički vračunavajo v celotni dobiček, ki je obdavčen po 19 odstotni stopnji.⁸⁰

6.6.2 Kapitalški trg

Osrednji trg vrednostnih papirjev na Slovaškem je borza vrednostnih papirjev v Bratislavi. Registrirana je bila 15. marca 1991, na podlagi odločitve slovaškega ministrstva za finance in slovaške vlade iz leta 1990. Leta 1994 se je trgovanje okrepilo in leta 1996 so pričeli izračunavati borzni indeks SDX. Prelomno je bilo leto 1997, ko se je trgovanje segmentiralo na več nivojev trga in se je uvedel nov trgovalni sistem. Na Slovaškem so leta 2000 dobili nov zakon, ki je temeljito spremenil pogoje dela na borzi vrednostnih papirjev. Tako so morale vse borzno posredniške družbe ponovno zaprositi za licenco, ustanovljena je bila agencija, ki naj bi nadzorovala kapitalski trg, sprejeta pa je bila tudi nova zakonodaja s področja trgovanja z vrednostnimi papirji. Borza v Bratislavi je bila končno sprejeta med članice FESE leta 2002.⁸¹

Trgovanje na borzi v Bratislavi poteka na sledečih tržnih segmentih:

- **glavna kotacija:** namenjena delnicam, ki izpolnjujejo najstrožje kriterije glede poročanja, dobe kotacije, tržne kapitalizacije (250 mio SKK), števila delničarjev in podobno.
- **vzporedna kotacija:** podobno kot pri glavni uradni kotaciji so tudi tukaj pogoji kotacije relativno zahtevni, čeprav nekoliko manj. Tržna kapitalizacija podjetij, ki želijo imeti svoje delnice na tem trgu, je namreč 100 mio SKK, poleg tega denimo ni omejitve glede najmanjšega števila delničarjev.
- **nova kotacija:** namenjena mladim, hitro rastočim podjetjem, katerim kratka zgodovina preprečuje uvrstitev v prestižni dve kotaciji.

⁸⁰ Slovak Investment and Trade Development Agency, 22. 5. 2004

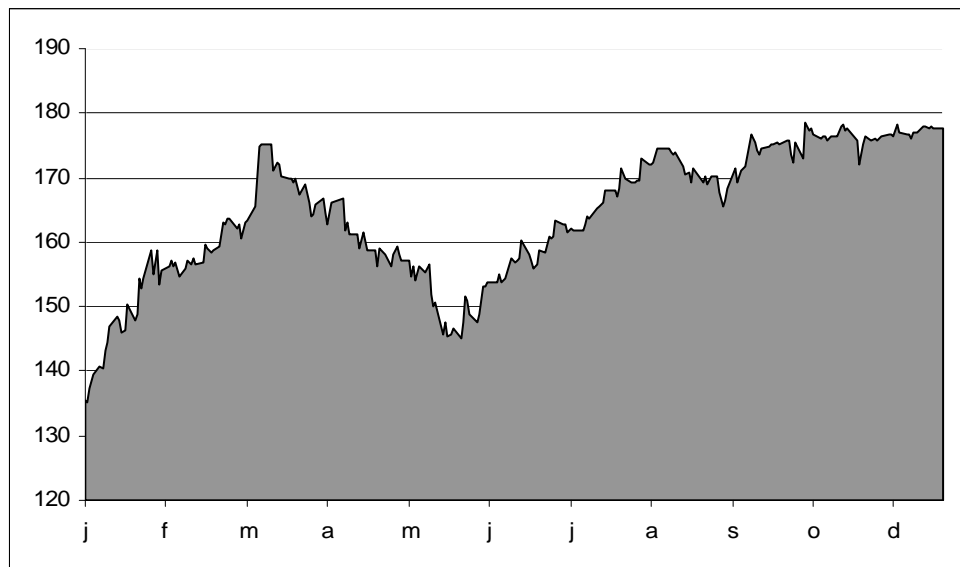
⁸¹ Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi, 22. 5. 2004

- **prosti trg:** trg, kjer so pravila za izdajatelje najohlapnejša, posebnost je ta, da ima Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi pooblastila, da sama uvrsti delnice posameznega izdajatelja na ta tržni segment. S tem naj bi se zagotovila preglednost trgovanja z delnicami manjših izdajateljev ter zaščita njihovih malih delničarjev.⁸²

V letu 2003 je promet na borzi vrednostnih papirjev v Bratislavi prvič presegel 1.000 mrd SKK (25 mrd EUR). Tudi sicer je bilo v tem letu dogajanje veliko bolj pestro kot prejšnja leta, saj se je število transakcij povečalo za 70 odstotkov. Najbolj narašča promet na glavni kotaciji, medtem ko je promet z dolžniškimi vrednostnimi papirji razmeroma stalen in ne narašča s takim tempom.⁸³ Uradni delniški indeks borze v Bratislavi se imenuje SAX. Temelji na tržni kapitalizaciji izbranih podjetij, katerih gibanje delnic naj bi odražalo gibanje celotnega borznega trga. Indeks so začeli izračunavati leta 1993, izhodiščna vrednost je bila 100. Pri izračunu se upoštevajo zadnji dnevni (close) tečaji delnic. Težava indeksa SAX je podobna kot pri ostalih vzhodnoevropskih indeksih. V njem so namreč delnice le osmih izdajateljev, ob tem da imajo štiri od njih izredno velike uteži, medtem ko so uteži ostalih bistveno nižje in ne vplivajo v taki meri na gibanje vrednosti indeksa⁸⁴ (glej Priloga 2, Tabela 12).

V zadnjih letih vlada na borzi v Bratislavi pozitiven trend gibanja tečajev delnic. Od leta 2000, ko je bila vrednost indeksa SAX približno 68 točk, je indeks zrasel do skoraj 200 točk. Pred tem so tečaji delnic v SAX-u padali od leta 1997, ko je bil indeks že na nivoju 230 točk, do že prej omenjenih 68 točk leta 2000.⁸⁵

Slika 9: Gibanje vrednosti delniškega indeksa SAX v letu 2003



Vir: Bloomberg, 2004.

⁸² Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi, 22. 5. 2004.

⁸³ Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi, 22. 5. 2004.

⁸⁴ Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi, 22. 5. 2004.

⁸⁵ Bloomberg, junij 2004.

6.6.3 Vzajemni skladi

Vzajemni skladi so na Slovaškem relativno dobro razviti. Investitorji sicer v preteklosti niso bili vajeni investicij in varčevanja v investicijskih kuponih vzajemnih skladov, vendar se v zadnjem času varčevalne navade korenito spreminjajo. Ta proces se bo v naslednjih letih najverjetneje še nadaljeval, saj na Slovaškem trenutno potekajo reforme pokojninskega sistema, katerih rezultat bodo številni novoustanovljeni pokojninski skladi. Zaenkrat na Slovaškem poslujejo:⁸⁶

- **skladi denarnega trga:** trenutno deluje 24 skladov, ki imajo skupno v upravljanju skoraj 35 mrd SKK (870 mio EUR) sredstev. Največji med njimi je KBG Multi Cash CSOB. Prisotni so tako skladi domačih upravljavcev kot tudi skladi tujih družb za upravljanje. Donosnosti skladov denarnega trga znašajo v zadnjem letu v povprečju 2,8 odstotka.
- **obvezniški skladi:** 66 skladov različnih upravljavcev, med njimi tudi tuje družbe za upravljanje. Skupna vrednost sredstev v obvezniških skladih znaša približno toliko kot vrednost sredstev v skladih denarnega trga. Največji obvezniški sklad je TAM – Korunovy dlhopisovy s 4,6 mrd SKK (116 mio EUR) premoženja. Donosnosti skladov se v zadnjem letu gibljejo okoli 1,5 odstotka na letni ravni.
- **delniški skladi:** 110 skladov, večinoma v upravljanju tujih družb za upravljanje. Kljub temu so prisotne tudi domače družbe za upravljanje. Skupna vrednost sredstev v upravljanju delniških skladov znaša približno 20 mrd SKK (500 mio EUR), kar kaže na manjšo atraktivnost delniških naložb na Slovaškem v primerjavi z obveznicami. Daleč največji med delniškimi skladi je KBC – Equity Fund Japan s 7 mrd SKK sredstev. Že iz njegovega imena je jasno, kam je usmerjena njegova naložbena politika. Tudi drugi delniški skladi imajo portfelje napolnjene z delnicami na mednarodnih delniških trgih, medtem ko skladov, ki bi investirali izključno v slovaške delnice, praktično ni.
- **mešani skladi:** 27 skladov domačih in tujih družb za upravljanje. Več kot očitno je, da tovrstni skladi niso priljubljeni med slovaškimi investitorji, saj je skupna vrednost sredstev v upravljanju trenutno 6 mrd SKK (150 mio EUR). Največji med mešanimi skladi je PP – Eurofond z 1 mrd SKK premoženja. Letne donosnosti mešanih skladov so v povprečju približno 7 odstotkov.
- **skladi skladov:** še nekoliko manj razširjeni kot mešani skladi. Trenutno je v njih 4 mrd SKK (100 mio EUR) sredstev. Deluje 20 skladov različnih domačih in tujih upravljavcev, največji med skladi skladov je KBC – Master Fund Optimum z 1 mrd SKK sredstvi v upravljanju. Povprečne letne donosnosti teh skladov znašajo 14 odstotkov.

⁸⁶ Asociacia spravcovských spoločnosti, 24. 5. 2004.

6.7 Poljska

6.7.1 Zakonodaja in davčni okvir

Poslovanje investicijskih skladov in družb za upravljanje na Poljskem ureja Zakon o investicijskih skladih (Investment Fund Law). Sprejet je bil leta 1997, v veljavo pa je prišel 20. februarja 1998. Poleg njega poslovanje skladov ureja še EU direktiva št. 85/611/EEC.⁸⁷

Ker so investicijski skladi subjekti na trgu kapitala, je njihovo poslovanje regulirano tudi z zakonodajo, ki ureja trg vrednostnih papirjev, in sicer:

- Zakon o gospodarskih družbah (Code of Commercial Companies) iz leta 2000 in
- Zakon o javnih družbah (Law on Public Trading in Securities) iz leta 1997.

Zakonodaja predvideva pet različnih organizacijskih oblik investicijskih skladov, razlike med njimi pa so predstavljene v tabeli 13:

Tabela 13: **Organizacijske oblike investicijskih skladov na Poljskem**

	Vrednotenje	Določeni kupci	Prenosnost enot/certif.	Število enot	Javna prodaja	Izplačilo enote
Odprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 7 dni	Ne	Ne	Neomejeno	Ne	Da
Specializirani odprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 7 dni	Da	Ne	Neomejeno	Ne	Da
Mešani vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 3 mesece	Ne	Da	Omejeno na izdajo	Da	Da vsaj enkrat na leto
Zaprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 3 mesece	Ne	Da	Omejeno na izdajo	Da	Razpustitev sklada
Specializirani zaprti vzajemni sklad	Vsaj enkrat na 3 mesece	Ne	Da	Omejeno na izdajo	Mogoča	Mogoče

Vir: Zakon o investicijskih skladih Poljske, 1997.

Družbe za upravljanje so na Poljskem ustanovljene kot delniške družbe z minimalnim delniškim kapitalom 3 mio PLN (630.000 EUR), s tem da je potreben dodatni kapital v višini najmanj 1 mio PLN za vsak dodaten sklad, katerega upravlja določena družba za upravljanje. Njena dejavnost mora biti izključno upravljanje investicijskih skladov, za kar mora pridobiti licenco nadzorne agencije. Agencija, ki nadzoruje trg vrednostnih papirjev na Poljskem, je **Komisja papierow wartosciowych i gield**.⁸⁸

⁸⁷ KPMG Survey of Funds and Fund management 2002, 24. 5. 2004.

⁸⁸ Polish Securities and Exchange Commission, 24. 5. 2004

Omejitve, ki jih morajo pri izboru naložb upoštevati skladi na Poljskem, bistveno ne odstopajo od omejitev v drugih državah. Skladi so omejeni glede izpostavljenosti do posameznih naložb, medtem ko imajo pri izboru trgov in vrednostnih papirjev dokaj proste roke. Skladi lahko investirajo med drugim tudi v izvedene finančne instrumente, vendar zaenkrat le za potrebe zavarovanja pred določenimi oblikami tveganj.

Dobiček pravnih oseb je obdavčen po 22-odstotni stopnji, medtem ko kapitalski dobički do leta 2003 niso bili obdavčeni. Leta 2003 je parlament sprejel zakon, po katerem so obdavčeni tudi kapitalski dobički fizičnih oseb, in sicer po stopnji 22 odstotkov. Dividende so obremenjene z akontacijo dohodnine, ki znaša 15 odstotkov. Možno je vračilo dela dohodnine v izogib dvojnemu obdavčevanju, če ima Poljska z državo, iz katere prihaja investitor, sklenjen sporazum o izogibanju dvojnega obdavčevanja.⁸⁹

6.7.2 Kapitalski trg

Osrednji trg kapitala na Poljskem je borza vrednostnih papirjev v Varšavi. Borza je relativno visoko razvita, na njej poteka trgovanje po že prej omenjenem »continual« sistem, poravnava poslov je na T + 3 dni. O zgodovini borze nima smisla razpravljati, saj je zelo podobna drugim srednjeevropskim borzam, le da je borza v Varšavi na določenih področjih pred ostalimi. Tako na njej kotirajo delnice uveljavljenih zahodnoevropskih podjetij, poznajo pa tudi trgovanje z izvedenimi instrumenti, kar med razvijajočimi trgi ni ravno pogosto.⁹⁰

Trgovanje poteka preko elektronskega trgovalnega sistema, imenovanega WARSET. Poleg rednega trgovanja poteka trgovanje tudi v t. i. »preopening« in »aftertrading« sejah, maksimalen odmik dnevnega enotnega tečaja posamezne delnice je 10 odstotkov od zadnjega enotnega tečaja. Trg na borzi v Varšavi je razdeljen v sledeče segmente:

1) delnice

- glavni (uradni regulirani) trg
 - segment Plus
 - ostali VP
- vzporedni (neuradni regulirani) trg
 - segment Prim
 - ostali VP

2) obveznice

- državne obveznice
- korporacijske obveznice

3) izvedeni finančni instrumenti

- standardizirane terminske pogodbe
- opcije
- waranti

⁸⁹ Borza vrednostnih papirjev v Varšavi, 25. 5. 2004

⁹⁰ Borza vrednostnih papirjev v Varšavi, 25. 5. 2004

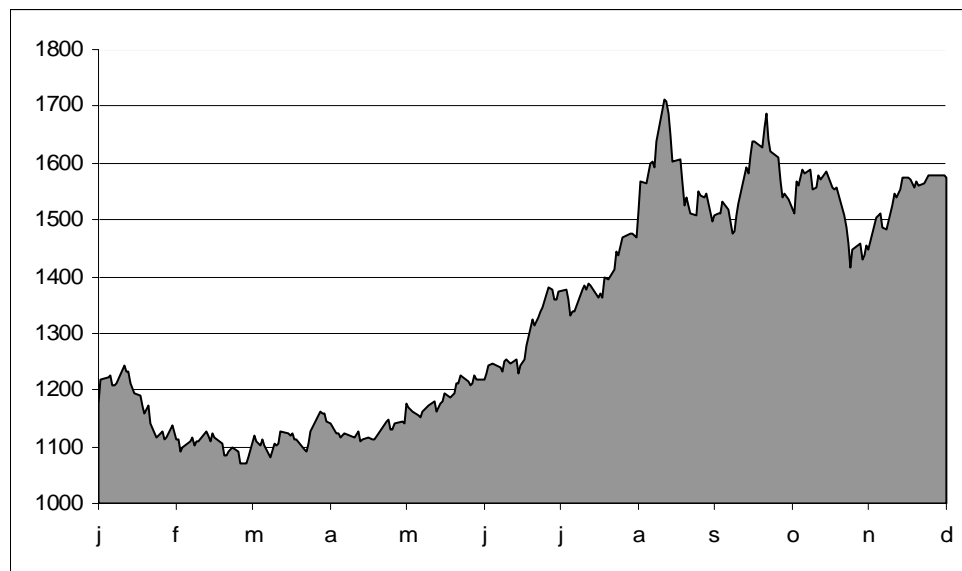
Glavnina prometa je sklenjena na segmentu delnic in izvedenih finančnih instrumentov. Z delnicami je skupni promet v letu 2003 znašal 79.774 mio PLN (16.724 mio EUR), z izvedenimi finančnimi instrumenti pa 116.201 mio PLN (24.360 mio EUR). Bistveno manj je prometa z obveznicami, kjer je bilo v letu 2003 sklenjenih le za 7.840 mio PLN (1.600 mio EUR) poslov.⁹¹

Delniški indeks borze v Varšavi se imenuje WIG20. Sestavljen je iz delnic 20 največjih in najbolj likvidnih podjetij, ki kotirajo na tamkajšnji borzi vrednostnih papirjev⁹² (glej Priloga 2, Tabela 14).

Poljski trg vrednostnih papirjev je izmed vzhodnoevropskih trgov med najrazvitejšimi. Na zrelost trga kaže tudi povprečna vrednost kazalca P/E, ki trenutno znaša 27,9, kar je primerljivo z vrednostmi tega kazalca na razvitih zahodnoevropskih delniških trgih. Iz povprečnih kazalcev je razvidno, da poljska podjetja izplačujejo izredno nizke dividende, saj povprečna dividendna donosnost podjetij v indeksu znaša 0,5 odstotka. Nizka vrednost tega kazalca je razumljiva, saj je v njem kar nekaj podjetij iz visokotehnoloških panog, ki svoje dobičke namenjajo za razvoj in ne izplačujejo dividend.⁹³

Velika navezanost Poljske na nemško gospodarstvo je razvidna tudi iz zgodovinskih podatkov o gibanju tečajev na borzi vrednostnih papirjev v Varšavi. Rast tečajev delnic v indeksu WIG 20 je bila prisotna do leta 1999, ko je na svetovnih trgih zavladal medvedji trend, kar se je poznalo tudi na borzi v Varšavi. Tu smo spremljali padajoči trend tečajev do leta 2002, ko se je smer ponovno obrnila navzgor.

Slika 10: Gibanje vrednosti delniškega indeksa WIG 20 v letu 2003



Vir: Bloomberg, 2004.

⁹¹ Warsaw Stock Exchange, Fact Book 2003, str. 16.

⁹² Borza vrednostnih papirjev v Varšavi, 26. 5. 2004.

⁹³ Bloomberg, 2004.

6.7.3 Vzajemni skladi

Investicijski skladi so na Poljskem prisotni že več kot deset let. V prvih letih jih je bilo sicer relativno malo, leta 1997 denimo samo pet. Večji razcvet je doživela industrija investicijskih skladov v letu 2001, ko je premoženje v skladih naraslo za več kot 70 odstotkov. Razlog za tako popularizacijo naložb v vzajemne sklade leta 2001 je bila obdavčitev določenih denarnih depozitov v bankah, poleg tega so investicijski skladi postali konkurenčni bankam po donosih, saj se je inflacijska stopnja zniževala.⁹⁴

V juliju 2004 je bilo v vzajemnih skladih na Poljskem zbranih približno 7 mrd EUR sredstev. V zadnjih letih ta vrednost bistveno ne narašča, leta 2002 je bila skupna vsota sredstev v vzajemnih skladih 7,2 mrd EUR, leto poprej pa milijardo manj. Na Poljskem deluje 20 domačih in tujih družb za upravljanje, ki skupno upravljajo 124 investicijskih skladov. Daleč največ denarja je zbrana v obvezniških vzajemnih skladih, 3,2 mrd EUR, kar je več kot polovica vseh sredstev. Na drugem mestu po popularnosti so mešani skladi, v katerih je zbranih za 1,1 mrd EUR sredstev, sledijo jim skladi denarnega trga, kjer je zbranih približno 17 odstotkov vseh sredstev v vzajemnih skladih, najmanj pa imajo v upravljanju delniški skladi, le 500 mio EUR.⁹⁵

6.8 Rusija

6.8.1 Zakonodaja in davčni okvir

Zakonski okvir poslovanja družb za upravljanje in investicijskih skladov v Rusiji predstavljajo sledeči zakoni:⁹⁶

- Zakon o investicijskih skladih (Federal Law on the investment funds, No. 156-FZ) iz leta 2001;
- Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Federal Law on the securities market, No. 39-FZ) iz leta 1996;
- Zakon o varstvu pravic investorjev na trgu vrednostnih papirjev (Federal Law on the defence of the rights and lawful interests of investors in the securities market, No. 46-FZ) iz leta 1999;
- Dekret predsedstva Ruske federacije o ukrepih za povečevanje učinkovitosti investicijske politike Ruske federacije (Decree of the President of the RF, No.765) iz leta 1995;
- Dekret predsedstva Ruske federacije o uvedbi programa za zagotavljanje pravic investitorjev in delničarjev (Decree of the President of the RF, No. 408) iz leta 1996;
- Dekret predsedstva Ruske federacije o razvoju aktivnosti investicijskih družb (Decree of the President of the RF, No. 193) iz leta 1998.

⁹⁴ PZU NFI Management, 26. 5. 2004

⁹⁵ Mutual Fund Fact Book, 2003.

⁹⁶ Ruska centralna banka, 2004.

Na podlagi teh zakonov in predpisov so sestavljeni tudi drugi predpisi, večinoma izdani s strani ruske nadzorne agencije za trg kapitala (FKTsB) oziroma Ruske centralne banke (CBR). Zakonodaja v Rusiji predvideva ustanovitev dveh vrst investicijskih skladov:

- **investicijske družbe (angl. Joint Stock investment Funds - OAO)** – so organizirane kot javne delniške družbe, njihovo poslovanje pa je urejeno z zakonodajo, ki velja za javne delniške družbe v Rusiji. Delnice morajo biti izdane na trgu, prepovedana je zaprta dodatna izdaja vrednostnih papirjev, vsa povečanja kapitala morajo biti vplačana v denarju. Izključna dejavnost tovrstnih družb mora biti upravljanje premoženja v portfelju, za kar mora pridobiti licenco FKTsB. Naložbena politika mora biti definirana v pravilih upravljanja, katera morajo biti prav tako potrjena s strani FKTsB in se lahko spreminjajo le ob njenem soglasju. Sredstva družbe, ki so pridobljena z izdajo delnic, morajo biti deljena na dva dela. V enem delu so sredstva, namenjena naložbam, medtem ko morajo biti sredstva, namenjena stroškom provizij in uprave, vodena ločeno. Obvezen je skrbnik portfelja.
- **vzajemni skladi (angl. Mutual Funds)** - niso pravne osebe, ampak zelo podobne oblike kot vzajemni skladi povsod drugod. Organizirani so torej kot premoženje v lasti imetnikov investicijskih kuponov, s katerim upravlja družba za upravljanje. Osnova za upravljanje sredstev je prospekt vzajemnega sklada, katerega sestavi družba za upravljanje, potrdi pa ga FKTsB. Zakonodaja ne dovoljuje izplačila dividend ali obresti iz naslova investicijskih kuponov vzajemnih skladov. Obstajajo tri možne oblike vzajemnih skladov:
 - odprti vzajemni sklad – investitor lahko zahteva poplačilo sredstev iz njegovih investicijskih kuponov na vsak trgovalni dan;
 - intervalni vzajemni sklad – investitor lahko zahteva poplačilo sredstev iz njegovih investicijskih kuponov znotraj obdobja, ki je določeno v prospektu sklada, vendar to obdobje ne sme biti daljše od enega leta;
 - zaprti vzajemni sklad – investitor nima pravice zahtevati odkupa njegovih deležev. V nasprotju z ostalima dvema skladoma je tu investitor upravičen do udeležbe na skupščini in lahko na njej tudi glasuje.

Investicijski kuponi odprtih in intervalnih vzajemnih skladov se lahko prodajajo le za denar, medtem ko se lahko deleži v zaprtem investicijskem skladu zamenjujejo tudi za nepremičnine in druge oblike sredstev, če tako določajo pravila upravljanja določenega vzajemnega sklada.⁹⁷

Davčni režim je v Rusiji dokaj podoben ostalim državam Vzhodne Evrope. Dobički pravnih oseb so obdavčeni po 24 odstotni davčni stopnji. Kapitalski dobički domačih fizičnih oseb so prav tako obdavčeni po 24 odstotni stopnji, s tem da se kapitalske izgube ne upoštevajo pri izračunih. Davek se odbije pri vsaki prodaji vrednostnih papirjev neposredno prodajalcu. Tuji investitorji so zaenkrat podvrženi davku na kapitalske dobičke v višini 20 odstotkov, vendar zaradi relativno enostavnega načina izogibanja temu davku država pobere izredno malo davka iz tega naslova.

⁹⁷ Moscow Fund Center, 1. 6. 2004

Dividende so obdavčene po akontaciji dohodnine v višini 15 odstotkov. Akontacija se odbije pred izplačilom dividend, zato je potrebno vračilo davka uveljavljati pozneje. Rusija ima z veliko državami podpisane sporazume o izogibanju dvojne obdavčitve, kar pomeni, da je možno uveljavljati vračilo dela plačane dohodnine, skladno s sporazumi.

6.8.2 *Kapitalski trg*

V Rusiji je glavni trg vrednostnih papirjev RTS Stock Exchange. Nanj so uvrščene delnice največjih ruskih podjetij. Poleg RTS Stock Exchange obstaja v Rusiji še NEWEX. To je poseben segment Deutsche boerse, na katerem kotirajo delnice vzhodnoevropskih podjetij. Tretji trg v Rusiji je MICEX, kar je oznaka za Moscow Interbank Currency Exchange. Kljub vsemu je najpomembnejši trg RTS Stock Exchange.

RTS Stock Exchange je bil ustanovljen leta 1995 z namenom združitve regionalnih trgov vrednostnih papirjev v enoten trg. V začetku je trg deloval na osnovi elektronskega sistema trgovanja NASDAQ, leta 1998 pa je RTS razvil in uveljavil svoj lasten elektronski trgovalni sistem. V preteklosti je bil RTS namenjen OTC trgovanju, denarna poravnava je bila v USD, v zadnjem času pa se je trg zelo razvil in je tako danes razdeljen na:⁹⁸

- RTS Stocks Market: delniški trg – s poravnavo v USD oziroma v RUB;
- FORTS: trg izvedenih finančnih instrumentov – poravnava v RUB;
- RTS Bonds: trg obveznic;
- RTS Board: trg novoizdanih finančnih instrumentov, ki zaenkrat še ne kotirajo na RTS;
- NQS Bills: trg komercialnih zapisov in zakladnih menic.

RTS Stock Exchange ima 252 članov, ki so v letu 2003 ustvarili za 4,6 mrd USD prometa z delnicami ter za 346 mio USD z obveznicami. Skupni ustvarjeni promet se v primerjavi z letoma 2002 in 2001 praktično ni spremenil. Precej drugačno sliko dobimo, če pogledamo dlje v preteklost. Daleč največ prometa je bilo ustvarjenih leta 1997, ko je skupna vrednost poslov dosegla 16 mrd USD, vendar se je po krizi leta 1998 v letu 1999 ta vsota znižala na le 2 mrd USD. Danes na RTS kotira 247 delnic različnih izdajateljev ter 34 obveznic. 23 od teh je podjetniških obveznic, medtem ko jih je 11 državnih.⁹⁹

Zelo značilna je tudi struktura prometa na RTS, če pogledamo po panožni razdelitvi. Po tržni kapitalizaciji prednjačijo elektrodistribucijska podjetja, katerih skupna tržna kapitalizacija predstavlja kar 28 odstotkov vse tržne kapitalizacije. Sledijo jim podjetja, ki se ukvarjajo s predelovanjem kovin (14 odstotkov), naftna industrija (13 odstotkov) ter metalurgija z 9 odstotki. Ostale panoge niso močnejše zastopane oziroma njihovi deleži ne dosegajo takih vrednosti.¹⁰⁰

⁹⁸ Borza vrednostnih papirjev RTS, 1. 6. 2004

⁹⁹ Borza vrednostnih papirjev RTS, 1. 6. 2004

¹⁰⁰ Borza vrednostnih papirjev RTS, 2. 6. 2004

Delniški indeks RTS Stock Exchange se imenuje RTS Index. Izračunavati so ga začeli septembra 1995, pozneje je postal indikator gibanja ruskega gospodarstva. Izračunava se vsakih trideset minut. Sestavlja ga 68 delnic različnih izdajateljev, njihove uteži v indeksu so porazdeljene glede na tržne kapitalizacije posameznih izdajateljev (glej Priloga 2, Tabela 15).

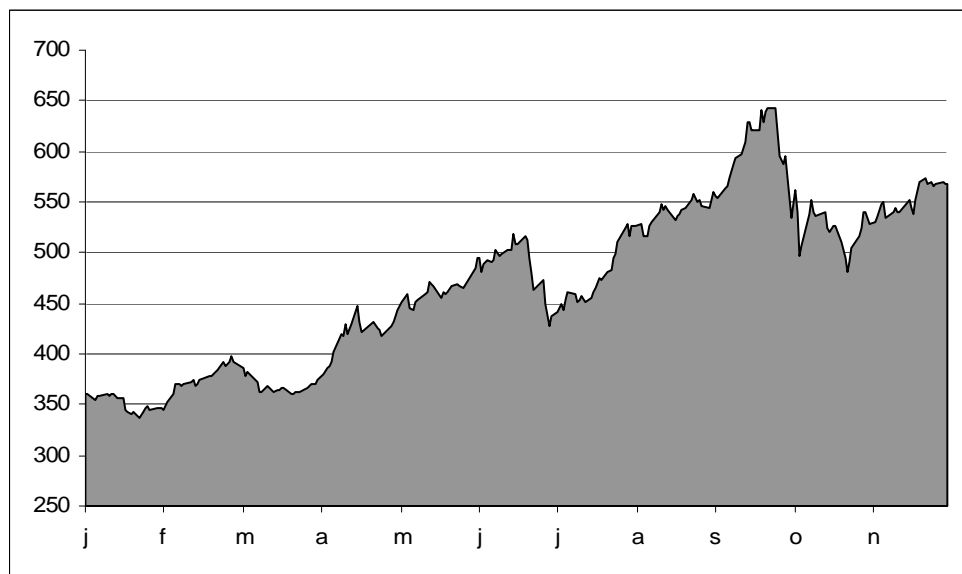
Že na prvi pogled nam pade v oči podvojitve posameznih izdajateljev v indeksu. Razlog je povsem preprost. V indeks so namreč vključene tako redne kot prednostne delnice posameznih izdajateljev, in sicer imajo te delnice različne uteži, zato jih nisem združeval po izdajateljih. Poleg tega so na vseh statistikah podane delnice vseh 68 članov, čeprav je število dejanskih izdajateljev precej manjše. V juniju 2004 je povprečna vrednost kazalca P/E v indeksu znašala 10,58, kar je bilo nižje od zahodnoevropskih povprečij, po drugi strani pa tudi nižje od nekaterih drugih povprečij v srednjeevropskih indeksih kot denimo na Poljskem ali Češkem. V nasprotju s poljskim trgom podjetja, ki so vključena v RTS Index, izplačujejo relativno visoke dividende, saj povprečna dividendna donosnost v indeksu znaša 3,38. Skupna tržna kapitalizacija vseh podjetij v indeksu znaša 160 mrd USD.¹⁰¹

Preteklost RTS Stock Exchange je več kot pestra. V Rusiji so tečaji namreč naraščali od leta 1995 do leta 1998, ko se je zaradi gospodarske krize večina tečajev delnice močno znižala. Za Rusijo so značilne hude finančne krize, ki delniške tečaje v izredno kratkem času močno znižajo. Podobno situacijo smo tako videli tudi v letu 2003. Tečaji so zaradi nekoliko boljših makroekonomskih podatkov ter zaradi visokih cen surovin na blagovnih borzah naraščali do septembra. Takrat pa se je predsednik Putin odločil za enega najbolj korenitih posegov v korupcijo v Rusiji, saj je prostost odvzel predsedniku uprave in velikemu lastniku Yukos-a, s tem pa povzročil pravo paniko na trgu kapitala. Do konca leta so se razmere sicer nekoliko umirile, vendar tudi v prihodnosti ostaja nevarnost padanja tečajev zaradi politične negotovosti na ruskem geografskem območju ter zaradi izpostavljenosti Rusije nihanjem cen surovin na svetovnih blagovnih borzah.¹⁰²

¹⁰¹ Bloomberg, 2004.

¹⁰² Bloomberg, 2004.

Slika 11: Gibanje vrednosti delniškega indeksa RTS Index v letu 2003



Vir: Bloomberg, 2004.

6.8.3 Vzajemni skladi

Razvoj investicijskih skladov v Rusiji je močno povezan s tamkajšnjim procesom privatizacije. Ta se je v Rusiji začela v letu 1992. Tako kot v nekaterih drugih državah so državljani prejeli lastninske certifikate, katere so lahko vložili neposredno v podjetja in zanje prejeli delnice podjetij, lahko pa so certifikate zamenjali tudi za delnice posebnih investicijskih družb, ki so se v Rusiji imenovali VIF-i. V začetku je bilo teh zaprtih investicijskih družb 662, zbrale pa so približno tretjino vseh lastninskih certifikatov. Zaradi slabe kakovosti vrednostnih papirjev, s katerimi so si VIF-i napolnili portfelje, jih je kar nekaj prenehalo s poslovanjem in tako se je njihovo število do leta 1997 zmanjšalo na 300. K temu je pripomogel tudi davčni režim, ki je omogočal dvojno, včasih celo trojno obdavčevanje naložb v teh investicijskih skladih.

Zaradi pomanjkljive zakonodaje, ki je postavljala številne ovire za novo nastale investicijske družbe, se je velika večina VIF-ov preoblikovala v navadne finančne holdinge, le trije so ostali zaprte investicijske družbe, medtem ko sta se dva sklada preoblikovala v intervalna vzajemna sklada in poslujeta kot drugi vzajemni skladi, ki so na rusko tržišče vstopili pozneje.

Ruska industrija vzajemnih skladov je imela v preteklosti obdobja izredno hitrih rasti ter tudi obdobja kriz. Razmah tovrstnih skladov je bil prisoten v letih 1996–1997, ko je v Rusiji vladal razcvet tamkajšnjega trga vrednostnih papirjev, kar pa se je končalo v začetku leta 1998 s splošno finančno krizo. Finančni zlom je botroval zatonu razvoja skladov, vendar jih je večina krizo preživela, v nasprotju z nekaterimi drugimi državami v razvoju pa tudi ni bilo večjih škandalov. Po finančni krizi je število skladov zopet naraslo, povečala se je tudi vrednost sredstev v skladih, vendar dolgo časa ni preseglo števila iz obdobja pred finančno krizo. Ponovni vzpon skladov je

sledil po letu 2000, konec leta 2002 je tako skupna vrednost sredstev v 57 ruskih skladih znašala 372 mio USD, kar pomeni približno 2,6 USD na prebivalca. Kar 77 odstotkov sredstev je investiranih v intervalne sklade, 21 odstotkov je v odprtih vzajemnih skladih, le približno 2 odstotka pa sta v zaprtih investicijskih skladih, ki večinoma izhajajo iz privatizacijskih skladov.¹⁰³

Glede na to, da je varčevanje v vzajemnih skladih v Rusiji v zadnjem času vse bolj popularno, postopoma pa se zmanjšuje tudi strah pred podobnimi finančnimi zlomi kot je bil leta 1997, lahko v prihodnje pričakujemo nadaljnji razvoj vseh vrst investicijskih skladov v Rusiji.

6.9 Povzetek razmer na področju zakonodaje, kapitalskih trgov in vzajemnih skladov izbranih držav

Glede na zapisano v tem poglavju lahko ugotovim, da se razmere na področju zakonodaje, ki ureja poslovanje vzajemnih skladov, med posameznimi državami precej razlikujejo. Na Češkem je bil denimo zakon, ki ureja poslovanje investicijskih skladov sprejet že leta 1992 in danes z ostalimi predpisi, ki so bili sprejeti pozneje, zagotavlja okolje za hiter razvoj investicijskih skladov. V drugih državah se je sprejemanje zakonov in predpisov s tega področja pričelo pozneje, najpozneje v Bolgariji in Romuniji.

Skupno vsem proučevanim državam je to, da zakonodaja omogoča razvoj tako odprtih kot tudi zaprtih investicijskih skladov. V določenih državah so sicer prepovedane posamezne oblike vzajemnih skladov (na Hrvaškem tako niso dovoljeni skladi skladov). Večje razlike obstajajo med posameznimi državami, če jih primerjamo z vidika davčnih učinkov. Davčni režim je najbolj naklonjen investitorjem in investicijskim skladom v državah, kjer se razvoj skladov šele začneja (Bolgarija in Romunija), saj kapitalski dobički pod določenimi pogoji sploh niso obdavčeni. Po nižjih stopnjah so obdavčene tudi dividende. Posebnost sta Češka in Madžarska, kjer so stopnje obdavčitve dividend in kapitalskih dobičkov odvisne od rezidentskega statusa investitorja in od tega, ali je sedež podjetja, katerega delnice so predmet naložbe, v državi ali izven nje. Prednost držav, ki so v letu 2004 vstopile v Evropsko unijo in Rusije pred ostalimi proučevanimi je v tem, da imajo z določenimi državami sklenjene sporazume o izogibanju dvojne obdavčitve, kar omogoča v določenih primerih zniževanje davčnih stopenj.

Nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov je v vseh državah centraliziran in ga opravljajo agencije za trg vrednostnih papirjev ter centralne banke. Skupno vsem državam je to, da te agencije nimajo dovolj pooblastil in lahko kršitelje le prijavljajo ustreznim državnim organom, medtem ko lahko same kaznujejo le pooblaščenice udeležence kapitalskih trgov, in sicer v najhujšem primeru z odvzemanjem licence za opravljanje posamezne dejavnosti. Državam, kjer je razvoj investicijskih skladov še povsem na začetku, je skupna tudi neučinkovitost nadzornih institucij, kar je v veliki večini posledica neizkušenosti in visoke stopnje korupcije.

¹⁰³ Moscow Fund Center, 2. 6. 2004

Kapitalski trgi v proučevanih državah se po razvitosti, likvidnosti in načinu trgovanja precej razlikujejo. Skupna točka borz vrednostnih papirjev v praktično vseh državah, so visoke stopnje koncentracije lastništva v podjetjih, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu. Večina borz je bila ustanovljena v devetdesetih letih prejšnjega stoletja, njihov razvoj pa je bil močno pogojen s tujimi vlaganji. Tako denimo razvoja v Romuniji in Bolgariji v prvih letih delovanja tamkajšnjih borz skorajda ni bilo. Po drugi strani je razvoj kapitalskih trgov na Madžarskem, Poljskem, Češkem in v Rusiji potekal veliko hitreje. Danes so posledice različno hitrega razvoja jasne. Na borzi v Romuniji in v Bolgariji je trgovanja malo, likvidnost je nizka, visoke so stopnje koncentracije lastništva v podjetjih. Po drugi strani so visoke stopnje koncentracije lastništva tudi na trgih Češke in Slovaške. Razlog je bližina Nemčije, od koder je prišla večina kupcev podjetij v prvih letih privatizacije. Relativno visoka razvitost borz vrednostnih papirjev v Varšavi in Budimpešti se kaže skozi pestrost kotirajočih finančnih instrumentov. Poleg delnic, obveznic in kratkoročnih finančnih instrumentov na teh dveh borzah kotirajo tudi izvedeni finančni instrumenti. Na borzi v Varšavi celo obstaja trgovanje izven uradnega časa trgovanja, in sicer pred uradnim odprtjem in po uradnem zaprtju trga (angl. t. i. »preopening« in »aftertrading« seje).

Gibanje tečajev delnic na posameznem delniškem trgu običajno ocenjujemo glede na gibanje borznega indeksa. Pri ocenjevanju gibanja indeksov v proučevanih državah moramo biti pri tem zelo pazljivi iz dveh razlogov. Prvi je ta, da se strukture delniških indeksov v nekaterih državah izredno hitro spreminjajo. Drugi razlog za previdnost je v tem, da imajo v večini borznih indeksov v proučevanih državah posamezni vrednostni papirji velike uteži in tako velik vpliv na smer gibanja celotnega indeksa. Izjemi pri tem sta Poljska in Rusija, kjer so uteži delnic v indeksu porazdeljene relativno enakomerno.

Razlike med posameznimi borzami se odsevajo tudi v povprečnih vrednostih finančnih kazalcev podjetij v borznih indeksih. Tako denimo delnice na Poljskem ali na Češkem kotirajo pri relativno visokih vrednostih kazalca P/E, medtem ko je ta kazalec v povprečju na borzi v Budimpešti precej nižji. Deloma je razlog za različno vrednotenje tudi v panožni strukturi indeksa, saj na Poljskem v indeksu najdemo visoko tehnološka in farmacevtska podjetja, medtem ko je indeks BUX panožno bolj uravnotežen. Ob tem moram poudariti, da je izračunavanje omenjenih finančnih kazalcev možno le v določenih državah, medtem ko tovrstnih podatkov za Romunijo ali Bolgarijo sploh ni mogoče dobiti, saj tam letni računovodski izkazi pogosto za javnost sploh niso dostopni. Med posameznimi trgi najdemo tudi velike razlike glede njihove perspektivnosti. Tečaji delnic na večini od proučevanih borz (z izjemo Rusije) so v zadnjem času močno porasli. Tako na določenih trgih delnice že dosegajo nivoje, kjer zaradi različnih vzrokov niso več zanimive za nakupe. Glede perspektivnosti trga sta med bolj perspektivnimi Bolgarija in Romunija, saj tam proces privatizacije še ni končan in lahko v naslednjih letih pričakujemo še večje število novo kotirajočih vrednostnih papirjev. Po drugi strani so denimo delnice na borzi v Pragi ali v Varšavi za nakupe manj zanimive, saj so njihovi tečaji na nivojih konkurenčnih podjetij na razvitejših kapitalskih trgih. Prihodnost teh kapitalskih trgov se najverjetneje skriva v specializaciji na področju trgovanja s finančnimi instrumenti iz posameznega tržnega segmenta, medtem ko lahko pričakujemo na manj razvitih trgih še nekaj let normalnega razvoja na vseh segmentih trgovanja.

Podobne razmere kot na kapitalskih trgih posameznih od proučevanih držav, vladajo tudi pri investicijskih skladih. Najmanj razviti so vzajemni skladi v Bolgariji, kjer investitorji naložb v vzajemne sklade praktično ne poznajo, aktivnih pa je le pet vzajemnih skladov. Na drugi strani je denimo največ vzajemnih skladov registriranih na Češkem, kjer deluje 978 vzajemnih skladov. Med države, kjer je ponudba investicijskih skladov zadostna, štejemo poleg Česke tudi Slovaško, Poljsko, Madžarsko in Hrvaško. V teh državah v prihodnjih letih ne pričakujem nadaljnega hitrega razvoja te panoge. Povsem drugače je v Romuniji, Bolgariji in v Rusiji. V slednji trenutno deluje le 57 vzajemnih skladov. Menim, da je v teh treh državah v naslednjih letih mogoče pričakovati rast števila družb za upravljanje ter z njimi tudi števila investicijskih skladov, in sicer zaradi naslednjih razlogov:

- zakonodaja v vseh proučevanih državah omogoča relativno normalen razvoj investicijskih skladov;
- kljub temu, da kapitalski trgi večinoma ne omogočajo učinkovite razpršitve sredstev skladov in oblikovanja portfeljev, so lahko investicijske politike skladov usmerjene v naložbe na mednarodnih trgih;
- z ustaljitvijo političnih razmer na Balkanu je ta del Evrope postal za tuje investitorje izredno privlačen, kar je moč opaziti po rasti neposrednih tujih investicij. Nadaljnji pritoki denarnih sredstev iz tujine bodo vedno bolj usmerjeni tudi na kapitalske trge, kar bo omogočalo razvoj investicijskih skladov. Pričakujemo lahko tudi večje število tujih družb za upravljanje, ki bodo odpirale svoje podružnice v teh državah in tako prispevale k spreminjanju varčevalnih navad tamkajšnjih prebivalcev;

6 OBLIKOVANJE NALOŽBENE POLITIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV NA IZBRANIH TRGIH KAPITALA

Doslej sem v nalogi predstavljal razmere na posameznih trgih držav iz proučevane regije, možne organizacijske oblike investicijskih družb, ki jih dopuščajo zakonodaje posameznih držav, razmere na kapitalskih trgih, ki so osnova za delovanje finančnih institucij, ter makroekonomska okolja, ki bolj ali manj omogočajo razvoj finančnih institucij in trgov. Precej manj oziroma zanemarljivo malo sem se ukvarjal s samim poslovanjem družb za upravljanje na teh trgih. Tu imam v mislih njihove naložbene politike pri upravljanju skladov, politike vstopnih, izstopnih in upravljavskih provizij in podobno.

Podatkov o strukturi naložb skladov v državah, katere sem analiziral, je sicer malo, saj v mnogih državah regulativa skladov še ni tako razvita, da bi družbam za upravljanje določala pogoje poročanja glede njihovih naložb.

Pomembno dejstvo, ki ga moramo upoštevati pri oblikovanju naložbenih politik skladov, je to, da se upravljanje portfeljev investicijskih skladov na manj razvitih trgih bistveno razlikuje od upravljanja na razvitih trgih. Na razvitih trgih obstaja množica modelov za optimizacijo portfeljev, katerih uporabnost je sicer mnogokrat dvomljiva, ampak kljub vsemu se lahko deloma zanesemo na tržne zakonitosti, ki so se oblikovale skozi dolgo zgodovino kapitalskih trgov. Za

tovrstno modeliranje imamo na manj razvitih kapitalskih trgih na voljo premalo zgodovinskih podatkov o tržnih cenah posameznih vrednostnih papirjev, finančni izkazi podjetij nam ne omogočajo izdelovanja projekcij, vpliv neracionalnih dejavnikov na trgu je prevelik, še težje pa je napovedovanje prihodnjih trendov v gibanju indeksov, deviznih tečajev in obrestnih mer na posameznih področjih.

Veliko bolj kot s »klasičnimi« modeli upravljanja portfeljev si lahko pomagamo s tehnikami, ki jih uporabljajo pri svojem delu upravitelji skladov tveganega kapitala (ang. venture capital funds). Ti s svojimi sredstvi praviloma investirajo na področjih, kjer je deželno tveganje veliko, trg nepregleden in tako z naložbami povezano tveganje težko merljivo. Pri izbranih naložbah zahtevajo relativno visoke donose, ki upravičujejo nivo tveganja, kateremu so ob tem izpostavljeni. Vseeno ne moremo povsem izenačevati upravljanja portfeljev skladov na manj razvitih trgih z upravljanjem skladov tveganega kapitala. Glavna razlika je v tem, da se skladi tveganega kapitala ozirajo pretežno v netržna podjetja, medtem ko je naložbena politika tako odprtih kot tudi zaprtih investicijskih skladov usmerjena v tržne vrednostne papirje in le izjemoma tudi v netržne vrednostne naložbe.

Na splošno je pri izboru naložb na manj razvitih kapitalskih trgih potrebna predvsem prilagodljivost glede lokalnih karakteristik posameznih področij, potrebno je dobro poznavanje »mehkih« dejavnikov, katerih ni mogoče spoznati preko analiz finančnih izkazov izdajateljev, v veliko pomoč so nam na teh trgih tudi delniške knjige in spremembe v njih. Težava je nadalje tudi v tem, da delniških knjig na tak način kot jih v Sloveniji omogoča Klirinško depotna družba d.d., na določenih trgih, ki sem jih analiziral, ni mogoče dobiti.

Pri oblikovanju vzorčnih naložbenih politik skladov po posameznih državah bom upošteval zbrane informacije o posameznih državah, ki so zbrani v 5. poglavju in se glede na specifične vsakega od trgov, odločal za različne organizacijske oblike investicijskih skladov in različne naložbene politike teh skladov. Končni rezultat bodo vzorčni portfelji posameznih zaprtih ali odprtih investicijskih skladov, z naložbeno politiko, ki naj bi bila kar najbolj prilagojena razmeram na posameznem kapitalskem trgu. Pri tem bom upošteval tudi želje investorjev na posameznih področjih, oziroma poskušal najti na vsakem trgu obliko sklada, ki zaenkrat še ni močno zastopana in bi kot taka lahko pritegnila večje število potencialnih investorjev.

Pričujoče poglavje tako predstavlja moj najpomembnejši prispevek. Opis razmer na vsakem od proučevanih trgov je bil le uvod in sredstvo, ki mi omogoča izdelavo naložbenih politik investicijskih skladov v vsaki od proučevanih držav. Moj namen pri izdelavi celotne specialistične naloge je bil oblikovati možne strukture premoženja investicijskih skladov v vsaki od proučevanih držav. Želel sem jih sestaviti tako, da bi v času pisanja naloge kar najbolje izkoriščali razmere na posameznem kapitalskem trgu in obenem zapolnili tržno vrzel v ponudbi obstoječih investicijskih skladov v vsaki od proučevanih držav. Stopnji razvitosti posameznih kapitalskih trgov sem prilagodil strukture premoženja skladov. Tako na manj razvitih kapitalskih trgih prevladujejo naložbe v tuje vrednostne papirje, na nekoliko bolj razvitih kapitalskih trgih pa sem skušal kar največ naložb najti med delnicami in obveznicami na lokalnem kapitalskem trgu. Tovrstno

naložbeno politiko sem izbral tudi zato, ker se je v preteklosti izkazalo, da investitorji raje posegajo po domačih vrednostnih papirjih, ker te bolje poznajo. Moj cilj je bil oblikovati takšne sklade, ki zaenkrat v posamezni od proučevanih držav še niso močnejše zastopani, za katere pa obenem predvidevam, da bi jih trg sprejel, če bi z njimi na trg prodrla denimo podružnica slovenske družbe za upravljanje.

7.1 Bolgarija

V Bolgariji kot rečeno investitorji naložb v vzajemne sklade praktično ne poznajo. Doslej so bili vsi delujoči vzajemni skladi usmerjeni v dolžniške vrednostne papirje, saj delniški trg ne omogoča primerne razpršitve sredstev. Upravljavci skladov imajo v Bolgariji relativno težko nalogo, saj jih zakonodaja močno omejuje pri izboru naložb (glej poglavje 6.1). Glede na trenutno ponudbo skladov v Bolgariji in glede na dovoljeno strukturo naložb bi bilo v Bolgariji smiselno ustanoviti **uravnotežen sklad**. Odločitev za tak sklad sem sprejel na podlagi sledečih argumentov:

1. v Bolgariji trenutno ni mešanih vzajemnih skladov, zato bi v prvi fazi delovanja tovrsten sklad lahko pridobil večji tržni delež in si izdelal dobro ime na podlagi doseženih donosnosti (angl. track record) za prihodnja leta;
2. kljub šibkosti delniškega trga, slednji omogoča ob bolje razvitem trgu obveznic primerno razpršitev naložb in primerno strukturo vzajemnega sklada;
3. zakonodaja zaenkrat dovoljuje naložbe na tujih trgih le v omejenem obsegu, kar onemogoča ustanavljanje drugih oblik vzajemnih skladov.

Ustanovitev mešanega vzajemnega sklada v tem trenutku pomeni nov produkt na bolgarskem trgu, ki bi lahko s svojimi donosi konkuriral tako obvezniškimi vzajemnim skladom kot tudi naložbam v bančne depozite. Ker delniški trg zaenkrat ne omogoča primerne razpršitve sredstev med delnice domačih izdajateljev, te v strukturi vzorčnega portfelja zajemajo relativno majhen delež. Maksimalen dovoljen delež zajemajo tuje naložbe, poleg njih pa je deset odstotkov portfelja skladno z zakonodajo rezerviranih v likvidnih sredstvih, za primer morebitnih večjih odlivov sredstev iz sklada. V poznejši fazi bi bilo primerno na bolgarskem trgu nastopiti tudi z drugimi oblikami vzajemnega sklada, predvsem obvezniškim, ki bi prispeval k prepoznavnosti blagovne znamke, medtem ko popolnoma delniški vzajemni sklad ni primeren dotlej, dokler se zakonodaja ne spremeni in dovoli večjega deleža tujih vrednostnih papirjev v strukturi portfeljev skladov oziroma dokler se bolgarski delniški trg bistveno ne izboljša. Glede na veliko število netržnih vrednostnih papirjev lahko morda pričakujemo del teh na organiziranem trgu v prihodnjih letih.

Premoženje mešanega vzajemnega sklada v Bolgariji sestavljajo delnice domačih in tujih izdajateljev, državne in podjetniške obveznice, izdane v Bolgariji ter denarna sredstva (glej Priloga 3, Tabela 16). Izbor delnic domačih izdajateljev je po eni strani izredno zahteven, saj je število delnic, med katerimi sem iskal primerne naložbe, zelo majhno. Po drugi strani to tudi lajša delo, saj lahko te delnice natančneje proučim in izberem le tiste, ki so primerne za uvrstitev v portfelj

mešanega vzajemnega sklada. To pomeni, da je delnica dovolj likvidna, z zadostno tržno kapitalizacijo ter da glede na njeno poslovanje, ne dosega previsokih tržnih cen na organiziranem trgu. Dve delnici sta iz panoge kmetijstva in sicer se obe podjetji ukvarjata s predelavo tobaka. Zelo pomemben del bolgarskega gospodarstva je tudi turizem, zato sta v portfelju dve podjetji iz te panoge. Prav delnice iz panoge turizem imajo po mojem mnenju v Bolgariji v prihodnjih letih največ prostora za rast. Izmed vseh delnic je največjemu številu vlagateljev v Sloveniji najbolj znana Sopharma AD, ki se ukvarja s proizvodnjo generičnih zdravil, finančno panogo zastopa DZI, Elkabel pa je uvrščen v portfelj iz špekulativnih razlogov, saj je ena izmed tistih podjetij v Bolgariji, ki bi lahko med prvimi postala tarča tujega prevzemnika.

Kot sem že v šestem poglavju omenil, je trgovanja z državnimi obveznicami v Bolgariji nekoliko več kot z delnicami. V portfelj uvrščene obveznice imajo različne dobe do zapadlosti in različne kuponske obrestne mere. Podobno velja tudi za podjetniške obveznice, izmed katerih so v portfelj uvrščene predvsem likvidnejše obveznice institucij z višjimi bonitetami v Bolgariji. Delež tujih vrednostnih papirjev v strukturi portfeljev vzajemnih skladov je v Bolgariji zakonsko omejen na največ 10 odstotkov. Ta del strukture predstavljajo delnice dobro poznanih podjetij iz Zahodne Evrope. Večina delnic je iz panoge telekomunikacij, ki naj bi bila po napovedih analitikov v naslednjih letih med perspektivnejšimi, delnica Continentala je iz avtomobilske panoge, delnica Siemens pa predstavlja raznovrstno industrijo. Desetina vrednosti premoženja je skladno z zahtevami zakonodaje ohranjena v denarnih sredstvih oziroma investirana v kratkoročnih depozitih in služi za potrebe ob morebitnih večjih izstopih investitorjev iz sklada.

7.2 Romunija

V Romuniji je panoga družb za upravljanje in njihovih investicijskih skladov sicer bolj razvita kot v Bolgariji, ampak še vedno omogoča vstop novim konkurentom. Obstoječe družbe za upravljanje upravljajo predvsem mešane investicijske sklade, katerih portfelji pa so po strukturi bolj podobni obvezniškim kot mešanim skladom. Razlogov za tovrstno situacijo je več. Najpomembnejši je relativno skromno razvit delniški trg, ki zaradi koncentracije lastništva v podjetjih in majhnega števila udeležencev ne omogoča primerne okolja za poslovanje investicijskih skladov. Zanimivo pri tem je to, da se kljub relativno veliki svobodi pri izbiri naložb upravljavci ne odločajo za intenzivnejše naganje v vrednostne papirje tujih izdajateljev.

Trenutno stanje v Romuniji dopušča precej manevrskega prostora pri prodiranju novih konkurentov na trg investicijskih skladov. Skladi, ki so trenutno aktivni, so namreč premalo raznoliki in tako neprilagojeni različnim potrebam in pričakovanjem investitorjev. Prevladujejo obvezniški in mešani vzajemni skladi, manj pa je delniških skladov in skladov denarnega trga. Zato v tem trenutku predlagam vstop na romunski trg investicijskih skladov z agresivnim **delniškim vzajemnim skladom**, ki bo namenjen investitorjem, ki so pripravljene več tvegati in zato pričakujejo višje donose na njihova sredstva. Glede na to, da se razmere na delniškem trgu v Bukarešti počasi normalizirajo, lahko v prihodnjih letih pričakujemo več možnosti za naložbe na

tem trgu. V procesu privatizacije bo na trg uvrščenih še precej delnic, od katerih so lahko nekatere v prvih letih trgovanja na organiziranem trgu cenovno zelo privlačne.

Netržni vrednostni papirji so že sedaj vidni na tečajnici borze v Budimpešti, saj je trgovanje z njimi na neorganiziranem trgu dokaj pregledno in frekventno. Ker večine od teh delnic zaenkrat še ni na organiziranem trgu, sklad pa ne sme imeti več kot 10 odstotkov sredstev v netržnih vrednostnih papirjih, bo portfelj sklada dotlej napolnjen z delnicami z zadostno likvidnostjo ter možnostjo prinašanja solidnih kapitalskih donosov.

Kot rečeno, ocenjujem trenutno stanje na romunskem trgu investicijskih skladov kot primerno za prodor nanj z agresivnim delniškim vzajemnim skladom. Največje tveganje, ki se pojavlja ob tovrstni potezi, je reakcija investorjev oziroma njihova nagnjenost k investicijam v tovrsten agresivni sklad. Glede na to, da so njihovi investicijski skladi v tem trenutku po strukturi premoženja povsem obvezniški, je morda delniški sklad prevelik preskok. Ker pa pri odločanju o naložbeni politiki sklada upoštevam daljše časovno obdobje, v katerem sem prepričan, da se bo tudi na romunskem trgu pojavilo večje število različnih vzajemnih skladov, je odločitev za delniški sklad bolj razumljiva. V tabeli 17 (Priloga 3) je razvidna struktura delniškega vzajemnega sklada v Romuniji. Večino portfelja sestavljajo delniške in obvezniške naložbe v Romuniji. Med delniškimi naložbami velik del predstavljajo delnice iz panoge energije in farmacije, ki tudi predstavljajo glavnino tržne kapitalizacije borze v Bukarešti. Ostale panoge so zastopane v manjšem obsegu. Ob tem poudarjam, da je lastništvo v nekaterih od izbranih podjetij precej skoncentrirano, kar zahteva od upravitelja sklada večjo pozornost. Skladno z zakonodajo bo del sredstev vzorčnega delniškega sklada investiranih tudi v likvidne delnice tujih izdajateljev, ki kotirajo na organiziranih trgih Evrope in ZDA. Državnih obveznic na organiziranem trgu v Romuniji ni veliko, tudi trgovanje z njimi je relativno skromno. Zato pa je več trgovanja z občinskimi obveznicami, od katerih nekatere uvrščam v vzorčni portfelj delniškega sklada. Tako kot v Bolgariji mora imeti tudi v Romuniji vzajemni sklad desetino sredstev v denarnih sredstvih oziroma denarnih depozitih z zapadlostjo do treh mesecev za potrebe morebitnih večjih izstopov investorjev iz sklada.

V drugi fazi bi bila v Romuniji smiselna odločitev za ustanovitev mešanega sklada, ki bi imel več naložb v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev, saj tovrstnih skladov v Romuniji zaenkrat ni. Domače obveznice so sicer bolj donosne od tujih, medtem ko lahko s primernim izborom tujih delnic poskrbimo za nadpovprečne donose sklada.

7.3 Madžarska

V nasprotju z državama, kjer sem že oblikoval vzorčne strukture skladov, je na Madžarskem prisotnih že veliko družb za upravljanje z raznoraznimi vrstami investicijskih skladov. Iz tega razloga je naloga, da najdemo obliko sklada, ki na Madžarskem še ni prisotna, toliko težja. Izbiro oblike sklada olajšuje madžarska zakonodaja, ki dopušča praktično vse oblike investicijskih skladov in svobodno upravljavsko politiko. Glede na to, da je število delniških, obvezniških in

uravnoveženih skladov na Madžarskem že relativno visoko, mednje težko prodremo in dosežemo znaten tržni delež. V poznejših fazah je sicer primerno, da ustanovimo tako delniške in obvezniške kot tudi uravnovežene sklade, vendar pa pri prodiranju na ta trg potrebujemo sklad, s katerim bomo investitorje opozorili na našo blagovno znamko. To lahko storimo z ustanovitvijo nove oblike sklada, ki zaenkrat na Madžarskem še ni tako močno zastopana, denimo z **indeksnim skladom**.

Kot sem ugotovil že pri pregledovanju razmer na borzi vrednostnih papirjev v Budimpešti, je kljub ne najbolj optimalni panožni strukturi indeks BUX na nizkih nivojih, če ga primerjamo z ostalimi srednjeevropskimi indeksi. Povprečno razmerje P/E v indeksu tako dosega vrednost 14,08, kar je bistveno pod povprečjem drugih indeksov na razvitih kapitalskih trgih in tudi nižje od povprečne vrednosti tega kazalca v slovenskem delniškem indeksu SBI 20.

Podcenjenost naložb na borzi v Budimpešti je še toliko bolj očitna, če upoštevamo, da med drugimi indeks BUX sestavljajo podjetja iz panoge farmacije, ki običajno zaradi visoke tehnologije, ki se uporablja pri njihovem poslovanju in zaradi velikega vpliva razvoja na njihovo uspešnost, kotirajo pri višjih vrednostih kazalcev podcenjenosti oziroma precenjenosti delnic.

Ena od črnih strani, ki jo moramo sprejeti ob odločitvi za ustanovitev indeksnega vzajemnega sklada na Madžarskem, so uteži posameznih delnic v indeksu BUX. Deleži nekaterih delnic v indeksu so preveliki in imajo tako preveč vpliva na gibanje vrednosti celotnega indeksa.

Vzorčni portfelj sklada je sestavljen iz delnic, ki sestavljajo indeks, deleži posameznih vrednostnih papirjev v portfelju sledijo deležem posameznih delnic v indeksu. V primeru, da bo prišlo do spremembe uteži oziroma do vključitve ali izključitve posameznih delnic, bo potrebno prilagoditi tudi strukturo portfelja. Kot je razvidno iz tabele 18 (Priloga 3), največji deleži v skladu pripadajo delnicam Gedeon Richterja, Matava, MOLa in OTP banke. Deleži ostalih delnic so manjši. Desetino vrednosti sredstev predstavljajo likvidna sredstva, namenjena morebitnim večjim odlivom sredstev iz sklada. Pri tem opozarjam na to, da omejitev 10-odstotne izpostavljenosti do posamezne naložbe v indeksnih skladih ni, saj le v tem primeru lahko s strukturo sledimo sestavi borznega indeksa.

Glede na trenutno relativno visoko razvito panogo investicijskih skladov na Madžarskem, nam trg ne omogoča doseganja visokih tržnih deležev v kratkem času. Po drugi strani se bo varčevanje v investicijskih skladih na Madžarskem po mojem mnenju v prihodnjih letih še krepilo, kar lahko izkoristimo in ustanovimo na Madžarskem tudi druge oblike vzajernih skladov.

7.4 Hrvaška

Tudi na Hrvaškem je panoga investicijskih skladov relativno dobro razvita. Solidno so zastopane vse oblike investicijskih skladov, ki jih hrvaška zakonodaja dopušča. V tem trenutku tako posluje 7 delniških, 7 uravnoveženih, 9 obvezniških skladov in 11 skladov denarnega trga. Podobno kot

na Madžarskem je tudi na Hrvaškem naložbena politika upraviteljev odvisna predvsem od njihove iznajdljivosti, saj jim zakonodaja pušča precej proste roke pri odločanju. Najpomembnejše se v tem trenutku zdi zakonsko določilo, ki onemogoča ustanovitev sklada skladov. Vzajemni sklad namreč ne sme kupovati točk drugih investicijskih skladov, ki ne kotirajo na organiziranem trgu, kar pomeni, da ustanovitev krovnega sklada ni mogoča. Dodatno težavo pri izboru najprimernejše oblike investicijskega sklada predstavljajo razmere na denarnem trgu. Hrvaška kuna proti ostalim valutam precej niha, kar izdatno vpliva na nestalnost donosov predvsem obvezniških vzajemnih skladov.

Delniški vzajemni skladi imajo skladno z veliko svobodo, ki jo upraviteljem dopušča hrvaška zakonodaja, naložbe razpršene tako v hrvaških kot tudi tujih delnicah. Večina vzajemnih skladov ima portfelje polne delnic evropskih izdajateljev, ki kotirajo na zahodno evropskih trgih, medtem ko je v tem trenutku edino Victoria Fond bolj dejavna na hrvaškem kapitalskem trgu. V takih razmerah je težko najti obliko sklada, ki bi bistveno izstopala iz povprečja, zato v prvi fazi predlagam ustanovitev **delniškega vzajemnega sklada**, ki pa bi svoje naložbe iskal predvsem na bolj tveganih trgih in panogah. Dokler bo obseg sredstev v upravljanju v tem skladu manjši, je lahko sklad bolj izpostavljen tudi do sorazmerno nižje likvidnih trgov kot na primer bosanskega ali hrvaškega, medtem ko se bo naložbena politika z večanjem obsega sredstev prilagajala in selila na bolj likvidne trge.

Predlagana začetna struktura sklada sledi ciljem, ki sem jih omenil v uvodu podpoglavja 6.5. Namenjena je vlagateljem, ki so pripravljeni prevzeti višjo stopnjo tveganja z željo po doseganju višjih donosov (glej Priloga 3, Tabela 19). Tako dobro tretjino sklada predstavljajo delnice hrvaških izdajateljev, kjer lahko pričakujemo v prihodnjih letih nadpovprečne donose ob sprejemljivi stopnji tveganja. Četrtno sklada predstavljajo visoko tvegani vrednostni papirji na borzi vrednostnih papirjev v Sarajevu. Tu pričakujemo najvišje stopnje donosa, vendar pa je bosanski kapitalski trg v tem trenutku še vedno precej nepregleden in kot tak ocenjen z najvišjo stopnjo tveganosti. Za morebitne potrebe po likvidnih sredstvih je del portfelja ohranjen v kratkoročnih vrednostnih papirjih in v denarnih depozitih, del sredstev pa je investiranih tudi v delnice na zahodnoevropskih kapitalskih trgih. Ti vrednostni papirji predstavljajo v tem trenutku enega najboljših možnih kompromisov med varnostjo, likvidnostjo in donosnostjo. Na dolgi rok pričakujem pri teh naložbah nadpovprečne donose, kratkoročno pa zagotavljajo predvsem likvidnost sredstev v primeru večjih izstopov iz sklada.

V naslednjih fazah širjenja poslovanja na Hrvaškem je po mojem mnenju smotrna ustanovitev mešanega sklada ter obvezniškega vzajemnega sklada, pri katerem pa se mora vrednost točke vezati na EUR in ne na HRK, saj lahko v tem primeru pričakujemo velika nihanja, ki pri investitorjih v obvezniške sklade niso najbolj priljubljena.

7.5 Češka

Na Češkem je industrija vzajemnih skladov zelo razvita, prisotnih je veliko domačih in tujih vzajemnih skladov. V takih razmerah je iskanje tržne niše z novim produktom praktično nemogoče in možnosti za hitro doseganje prepoznavnosti so praktično nične. Upravitelji vzajemnih skladov imajo na Češkem izredno težko nalogo, saj je konkurenčni boj izredno hud. V grobem se ločijo na domače in tuje upravitelje, od česar je odvisen tudi njihov davčni položaj. Pri tem ima vsaka stran svoje prednosti in pomanjkljivosti. Domači vzajemni skladi so davčno ugodnejši, medtem ko imajo tuji vzajemni skladi daljšo tradicijo in s tem prednost pri njihovem trženju. Glede na to, je vsekakor smotrna ustanovitev domače družbe za upravljanje, ki bo tržila vzajemne sklade kot domače sklade. Pogoj za tovrstno ustanovitev je domači član uprave družbe za upravljanje ter registracija vzajemnega sklada na Češkem. Glede na trenutno ponudbo domačih vzajemnih skladov je najbolj smotrna ustanovitev domačega **sklada skladov**.

Pogoji za poslovanje sklada skladov so deloma drugačni od pogojev poslovanja ostalih vzajemnih skladov. 90 odstotkov vrednosti sredstev sklada mora biti investiranih v investicijskih kuponih drugih vzajemnih skladov, ki pa ne smejo biti pod okriljem istega upravitelja skladov. Desetina sredstev je lahko investirana v likvidnih sredstvih in služi zagotavljanju likvidnosti. Sklad ne sme imeti v portfelju drugih finančnih instrumentov kot denimo delnic, obveznic in podobno.

Prikazano vzorčno strukturo premoženja sklada skladov (glej Priloga 3, Tabela 20) sestavljajo investicijski kuponi vzajemnih skladov, ki jih upravljajo domače družbe za upravljanje, vendar pa so portfelji teh skladov večinoma napolnjeni s tujimi vrednostnimi papirji, predvsem delnicami. Glavni razlog za take naložbene politike investicijskih skladov na Češkem je predvsem šibak delniški trg v Pragi, ki ne omogoča normalne razpršitve sredstev skladov. V strukturi premoženja so zbrani predvsem investicijski kuponi največjih čeških vzajemnih skladov, ki so med boljše poznanimi in tako privlačnejši za vlagatelje. Skladno z željo po kar najbolj učinkoviti razpršenosti sredstev je vzorčni portfelj sklada razdeljen med različne oblike vzajemnih skladov, od delniških in obvezniških, do mešanih in skladov denarnega trga. 10 odstotkov sredstev je v gotovini in kratkoročnih depozitih z zapadlostjo do 3 mesecev, skladno z zakonodajo, ki predpisuje del likvidnih sredstev za pokrivanje morebitnih večjih odlivov iz sklada.

Kot je razvidno iz pregleda češkega trga vzajemnih skladov, je na Češkem panoga razvita do te mere, da ne dopušča hitrega doseganja opaznih tržnih deležev. Tudi v primeru, da se tuja družba za upravljanje odloči in na Češkem ustanovi le poslovalnico, ki trži njene vzajemne sklade, bo pri tem naletela na konkurenco v obliki svetovno znanih družb za upravljanje. Od posamezne družbe za upravljanje oziroma od njene poslovne politike je tako odvisno, ali se odloči za vstop na relativno zasičen češki trg ali ne.

7.6 Slovaška

Glavna težava v primeru izbora primerne oblike vzajemnega sklada na Slovaškem je zasičenost trga. Kljub relativno skromni tradiciji investicijskih skladov ti v zadnjih letih doživljajo pravi razcvet in družbam za upravljanje, ki bodo vstopale na to področje, bo vedno težje pridobiti znaten tržni delež. Dodatna težava Slovaške je tudi v tem, da bodo glavno vlogo prevzeli pokojninski skladi, katere bodo ustanovljale banke, ki imajo na Slovaškem že razvito poslovno mrežo in tako veliko konkurenčno prednost pred drugimi družbami za upravljanje, ki si morajo to mrežo šele zgraditi. V trenutnih razmerah se zdi na Slovaškem najbolj smotrna ustanovitev **mešanega vzajemnega sklada**. Tovrstnih skladov je relativno malo, med investitorji niso priljubljeni, ampak verjetno bolj zaradi njihovih slabih donosov v preteklosti in slabe propagande kot zaradi morebitnih drugih, tehtnejših razlogov. Delniških vzajemnih skladov je na Slovaškem že ogromno in večina od njih je v lasti tujih in domačih bank, obvezniških skladov je še več, poleg tega postajajo v zadnjem času zaradi padajočih donosov državnih vrednostnih papirjev in pomanjkanja korporacijskih obveznic nekoliko manj atraktivni. Za doseganje večjih tržnih deležev med mešanimi skladi je nujna učinkovita razpršitev naložb in vključitev vsaj nekaterih slovaških vrednostnih papirjev v portfelj.

Portfelj mešanega sklada na Slovaškem v tabeli 18 je sestavljen z dvema glavnima ciljema. Prvi je doseganje kar najvišje stopnje donosnosti ob hkratnem zagotavljanju primerne stopnje varnosti sredstev vlagateljev. Nadpovprečne donose se skuša doseči z izborom najprometnejših in tržno podcenjenih naložb v delnice na slovaškem in mednarodnih trgih kapitala. Pri tem se pričakuje visoke donose predvsem pri delnicah na mednarodnih trgih kapitala, ki so izbrane v najperspektivnejših panogah v tem trenutku. Zagotavljanje varnosti sredstev vlagateljev je nujno, še posebej v začetnih fazah poslovanja sklada, ko si mora družba za upravljanje šele pridobiti zaupanje investitorjev. Investitorje se namreč išče tako med obstoječimi lastniki kuponov delniških skladov kot tudi med varčevalci, ki imajo svoje prihranke v depozitih in v obvezniških vzajemnih skladih. Varnost sredstev je zagotovljena z uvrstitvijo državnih obveznic Republike Slovaške in korporacijskih obveznic nekaterih večjih slovaških bank in energetskih podjetij v portfelj sklada.

Drugi cilj, ki mi je bil vodilo pri oblikovanju strukture premoženja, je naskok na kar največji tržni delež na slovaškem trgu mešanih vzajemnih skladov. Če želim doseči ta cilj, je nujno, da je sklad oblikovan drugače kot ostali mešani skladi na Slovaškem. Medtem ko imajo drugi vzajemni skladi na Slovaškem portfelje napolnjene skoraj izključno z vrednostnimi papirji, ki kotirajo na zahodnoevropskih trgih, so v mojem vzorčnem portfelju tudi delnice in obveznice slovaških podjetij. To mi omogoča razvijanje specifične marketinške politike, ki temelji na poudarjanju domačih vrednostnih papirjev in s tem spodbujanju domače industrije (glej Priloga 3, Tabela 21). V portfelju so tako delnice farmacevtskega podjetja Biotika in Slovenske energetske strojarne, ki zavzemajo nekoliko večje deleže v strukturi sredstev, medtem ko delnice družb Nafta Gbely in Železiarne Podbrezova zavzemajo manjše deleže. 40 odstotkov sredstev je investiranih v obveznice na slovaškem kapitalskem trgu, od tega državne obveznice predstavljajo 25 odstotkov, podjetniške pa 14 odstotkov skupne vrednosti sredstev sklada. Tretjina skupne vrednosti sredstev

sklada je investirana v delnice tujih izdajateljev na zahodnoevropskih borzah. Skladno z načeli obvladovanja tveganj in zakonodajo s področja investicijskih skladov je 10 odstotkov vrednosti sredstev vedno ohranjene v obliki denarnih sredstev in kratkoročnih depozitov.

V drugi fazi širitve na Slovaško je smotrna ustanovitev sklada skladov, ki bo investiral pretežno v slovaške vzajemne sklade in delniškega vzajemnega sklada, medtem ko ustanovitev obvezniškega vzajemnega sklada zaradi zasičenosti trga in padajočih donosov državnih vrednostnih papirjev zaenkrat ni smiselna.

7.7 Poljska

Poljsko štejemo glede razvitosti panoge investicijskih skladov približno v sredino med vzhodno- in srednjeevropskimi državami. V primerjavi z balkanskimi državami je panoga tu bolj razvita, obenem pa zaostaja za Češko in Slovaško. V državi ni prisotnih veliko tujih družb za upravljanje, varčevanje v vzajemnih skladih med širšo populacijo ni razširjeno.

Zanimiv je glavni razlog, zakaj je varčevanje v obvezniških skladih relativno dobro poznano, obenem pa je zelo malo investitorjev v delniških vzajemnih skladih. Varčevalci na Poljskem vzajemne sklade še vedno jemljejo le kot instrument za varčevanje in ne kot sredstvo za ustvarjanje znatnejših kapitalskih dobičkov. Potrebno je torej pri določeni ciljni skupini investitorjev narediti premik v smeri novega pojmovanja naložb v vzajemne sklade. Tovrsten premik je možen le z ustanovitvijo izrazito v rast usmerjenega **delniškega vzajemnega sklada**.

Pri upravljanju delniškega vzajemnega sklada na Poljskem je potrebno biti pazljiv na določene omejitve, katere morajo upravljavci upoštevati, ki pa so povsem v skladu z omejitvami v drugih državah. Ker je poljski kapitalski trg nekoliko bolj pregleden kot drugi kapitalski trgi v tej regiji, je mogoče v portfelj vzajemnih skladov vključiti več domačih vrednostnih papirjev. Ob tem je seveda potrebno preveriti nivoje tržnih cen teh vrednostnih papirjev, saj mnogi od njih kotirajo trenutno pri vrednostih, zaradi katerih postajajo nezanimivi. V tem trenutku je primerneje portfelj sklada sestaviti predvsem iz delnic na razvitih evropskih trgih kapitala.

Delniški sklad na Poljskem, katerega struktura je prikazana v Prilogi 2 v Tabeli 22, je sestavljen iz domačih in tujih vrednostnih papirjev. Cilj sklada je dosežati kar največji donos, ob tem pa zmanjšati tveganje z razpršitvijo naložb na poljskega in evropske kapitalске trge. Tretjina sredstev sklada je tako investirana na poljskem delniškem trgu, kar daje skladu prepoznavnost med poljskimi investitorji. Sredstva so panožno razpršena in investirana v delnice najbolj prometnih družb v borznem indeksu WIG 20. Največji delež sklada med poljskimi vrednostnimi papirji predstavljajo delnice družbe Telekomunikacja Polska, sledijo jim delnice KGHM Polska Miedz. V portfelju so tudi delnice družbe Computerland Poland oz. panoge računalniških komponent. Drugi dve tretjini sredstev sta investirani na zahodnoevropskih delniških trgih, kar skladu zagotavlja zadostno likvidnost v vsakem trenutku, obenem pa so naložbe s ciljem zagotavljanja varnosti v vzorčnem portfelju panožno razpršene. Delnice, ki so izbrane, so s temeljno in

tehnično analizo ocenjene kot nadpovprečno donosne v prihodnjih letih. Z njimi želimo doseči nadpovprečne donose v prihodnjih letih in z visokimi donosi privabiti nove investitorje v vzajemne sklade.

Ker je delniški sklad neprimerno bolj tvegan od obstoječih obvezniških in mešanih skladov, bodo pri privabljanju potrebna izdatna sredstva za izobraževanje investitorjev in svetovalcev. Prav tako bo potrebno investitorje poučiti o nevarnostih, katerim so izpostavljeni ob naložbah v delniške sklade.

V drugi fazi poslovanja družbe za upravljanje na Poljskem je smotrna ustanovitev sklada skladov ter morda indeksnega sklada, katerega struktura premoženja je vezana na indeks WIG 20, odvisno od uspešnosti delovanja delniškega sklada ter od razmer na delniškem trgu v Varšavi. Ustanovitev obvezniškega ali mešanega sklada zaradi močne konkurence zaenkrat ni smiselna.

7.8 Rusija

V Rusiji doživlja industrija investicijskih skladov novo pomlad. Vse več investitorjev se namreč odloča za varčevanje v tej obliki naložb, kar je po svoje presenetljivo glede na vse finančne škandale, ki so se na tem območju dogajali v preteklosti. Najbolj priljubljeni so med investitorji intervalni vzajemni skladi, kar je tudi logično. Ta oblika skladov namreč tako zagotavlja likvidnost sredstev vlagateljem kot tudi preprečuje nenadne odlive sredstev iz sklada, s čimer so zavarovane družbe za upravljanje. 57 investicijskih skladov, kolikor jih je trenutno registriranih v Rusiji, ter le 2,6 USD, kolikor znaša povprečen vložek prebivalca Rusije v investicijske sklade, sta podatka, ki govorita o tem, da je prostora za uspeh na ruskem trgu ogromno. Pri tem moramo vzeti v zakup sorazmerno veliko tveganje nastopanja na ruskem trgu, vendar velikost tržišča to tveganje odtehta.

Glede na trenutno situacijo v Rusiji je na začetku poslovanja družbe za upravljanje smiselna ustanovitev **intervalnega delniškega vzajemnega sklada**, izrazito naravnane k doseganju visokih donosov na sredstva. Intervalna oblika je optimalna zaradi zavarovanja pred nenadnimi večjimi odlivi sredstev iz sklada. V prospektu sklada je potrebno definirati, da je obdobje, v katerem investitorji na njihovo željo dobijo izplačana denarna sredstva iz sklada, približno dva meseca.

V drugi fazi predlagam ustanovitev mešanega sklada, ki bo imel delniške naložbe izbrane na ruskem delniškem trgu (RTS Exchange), medtem ko bodo obveznice v portfelju sklada izbrane na drugih kapitalskih trgih. Razlog za to je relativno nizka razvitost ruskega obvezniškega trga in nizke bonitetne ocene izdajateljev tamkajšnjih podjetniških obveznic.

Ruski delniški trg je dokaj primeren za izbor ciljnih naložb vzajemnega sklada. Razlog je v podcenjenosti nekaterih delnic, če jih primerjamo po njihovih vrednostih izbranih finančnih kazalcev z ostalimi vzhodnoevropskimi konkurenti. Po drugi strani je potrebno portfelj sklada

dopolniti tudi z drugimi delnicami izdajateljev na zahodno evropskih kapitalnih trgih, kar nam zagotavlja večjo stopnjo varnosti v primeru negativnih trendov na ruskem kapitalnem trgu. Vključitev delnic iz razvitih kapitalnih trgov je potrebna tudi zaradi zagotavljanja likvidnosti sredstev sklada v primeru morebitne nove finančne krize v Rusiji.

Največji delež v skladu (glej Priloga 3, Tabela 23) predstavljajo delnice, ki kotirajo na ruskem delniškem trgu. Panožno prevladujejo delnice iz panoge energija, kar je tudi logično, saj se z njimi sklene daleč največ poslov na ruskem delniškem trgu. Med temi so največji deleži družb Unified Energy System, Lukoil in Sibneft. Tudi izbrane delnice iz ostalih sektorjev so med najprometnejšimi na ruskem trgu vrednostnih papirjev. Vse delnice ruskih izdajateljev, ki so izbrane v vzorčni portfelj, kotirajo pri nizkih finančnih kazalcih in obetajo dolgoročno visoke stopnje rasti. K temu bo v prihodnjih letih pripomogel tudi nadaljnji proces privatizacije in odprodaje državnih deležev v podjetjih, saj so zaenkrat deleži države v posameznih družbah relativno visoki.

Za boljšo likvidnost sklada in zagotavljanje stabilnih donosov tudi v slabih razmerah na ruskem delniškem trgu so v vzorčni portfelj sklada uvrščene tudi delnice drugih izdajateljev, ki kotirajo na zahodnoevropskih oziroma ameriških trgih kapitala. Pri teh naložbah prav tako v prihodnjih nekaj letih pričakujem nadpovprečne stopnje rasti, obenem pa so dovolj likvidne, da lahko z njihovo prodajo obvladamo morebitne posamezne likvidnostne šoke, ki bi se pojavili ob večjih odlivih sredstev iz sklada. Ti odlivi sicer ne bi smeli predstavljati večje težave, saj je sklad organiziran kot intervalni vzajemni sklad, kar pomeni, da lahko določimo obdobje, v katerem investitorjem na njihovo željo izplačamo sredstva, vendar pa to obdobje ne sme biti daljše od enega leta. Glede na konkurenco in glede na razmere na ruskem trgu naj bo to obdobje na začetku dva meseca.

8 SKLEP

Spremenljivost in nepredvidljivost sta glavni težavi pri proučevanju držav z manj razvitimi trgi kapitala, njihovih investicijskih skladov in zakonodaje s teh področij, hkrati pa ravno ti dve značilnosti v praktično vseh državah, ki sem jih proučeval v tem delu, privlačita tuje družbe za upravljanje vzajemnih skladov. Celotna vrednost sredstev v upravljanju je leta 2003 v svetovnem merilu znašala 12,83 tisoč milijard USD. Glavni igralci so investicijske banke z razvejanimi poslovnimi mrežami po celem svetu, zaposlenimi lokalnimi borznimi analitiki, upravitelji portfeljev in tržniki. Vstop v panogo je za nepoznano finančno institucijo, ki nima tradicije in dokazov o uspehih iz preteklosti, zelo težak. Da bi takšna institucija lahko uspela na trgu, je praktično nemogoče, če imamo v mislih zrele trge, na katerih je prisotno večje število investicijskih skladov, ki s svojimi organizacijskimi oblikami in naložbenimi politikami pokrivajo širok segment investitorjev z najrazličnejšimi pričakovanji.

Zreli kapitalni trgi zaradi racionalnega obnašanja investitorjev, dobre informiranosti udeležencev trga in preglednosti trgovanja na teh trgih ne dopuščajo, da bi si posamezniki na njih pridobili

bistvene prednosti v primerjavi s konkurenti. Zgodovinsko gledano se donosnosti posameznih investicijskih skladov s podobnimi investicijskimi politikami v posameznih obdobjih bistveno ne razlikujejo. To je posledica opazovanja ravnanja družb za upravljanje in sorodnega načina dela upraviteljev različnih skladov. V takih razmerah je izredno težko za posamezno družbo za upravljanje doseči donosnosti, ki bi znatno odstopale od konkurenčnih investicijskih skladov. Doseganje nadpovprečnih donosnosti je postalo tako težavno, da je večina družb za upravljanje v Zahodni Evropi in v ZDA opustila boj za prvo mesto v posameznih obdobjih. Še vedno veliko pozornosti namenjajo doseganju kar najboljših donosnosti skladov, saj z njimi lahko privabljajo nove investitorje in zadržijo obstoječe, kljub temu pa družbe za upravljanje v zadnjem času veliko več pozornosti posvečajo iskanju novih oblik vzajemnih skladov, s katerimi bi kar najbolje izpolnili pričakovanja investitorjev.

Posledica pojavljanja tovrstnih novih oblik investicijskih skladov je manjši obseg neposrednega trgovanja z delnicami in obveznicami s strani manjših investitorjev, povečuje pa se obseg sredstev v upravljanju investicijskih skladov.

Povsem drugače je na razvijajočih se trgih. Kot smo videli v tej nalogi, je razvitost investicijskih skladov na posameznih trgih Srednje, Vzhodne in Jugovzhodne Evrope še popolnoma na začetku. Primerno temu je urejena tudi zakonodaja tega področja. Vstop na tovrstne trge je z vidika družbe za upravljanje mnogo lažji, saj konkurence ponekod praktično ni, hkrati pa je drugi strani nujno povezan z določenimi tveganji, katere je vnaprej težko poznati in oceniti. Pri ustanavljanju novih družb za upravljanje in investicijskih skladov ter pri trženju le-teh imajo veliko prednost lokalni udeleženci. Razlog je v boljšem poznavanju zakonodaje, varčevalnih navad potencialnih investitorjev in aktualnih razmer na lokalnem kapitalskem trgu. Ta ostaja pri praktično vseh obravnavanih državah glavna ovira za hitrejši razvoj. Dodatni težavi sta počasnost gospodarskih reform, ki so bile nujne praktično v vseh obravnavanih državah in proces privatizacije. Proces privatizacije je bil v teh državah speljan na zelo različne načine, kateri se med seboj ločijo predvsem po obsegu divje privatizacije, katere je bilo v določenih državah več, drugje manj. V državah, kjer je bil ta pojav prisoten v večji meri, so posledično razmere na kapitalskem trgu manj ugodne, kjer je bila privatizacija speljana bolj pregledno, se je lahko bolje razvil tudi kapitalski trg. Le v okoljih z normalno razvitim kapitalskim trgom je možna učinkovita razpršitev sredstev investicijskih skladov.

Praktično v vseh analiziranih državah so v procesu privatizacije nastali investicijski skladi, ki so bili sprva »napolnjeni« z lastninskimi certifikati državljanov. Skupno vsem proučevanim državam je tudi to, da v času ustanavljanja in razvoja teh skladov niso z ustrežno zakonodajo poskrbele za njihovo normalno transformacijo v vzajemne sklade ali investicijske družbe, temveč so dopustile, da se je večina teh skladov preoblikovala v finančne holdinge, ki so z vidika malih delničarjev manj ugodna oblika finančne naložbe. Posledica tega je manjše zaupanje investitorjev v investicijske sklade in v takšnih razmerah je obenem tudi manj možnosti za uspeh novo nastalih družb za upravljanje.

Končni rezultat mojega proučevanja je ocena upravičenosti ustanavljanja in poslovanja družb za upravljanje v posameznih državah v Srednji in Jugovzhodni Evropi. Skladno z zgoraj podanimi ugotovitvami o prednostih njihovega ustanavljanja v državah, kjer ta dejavnost še ni razvita in je trg pripravljen sprejeti nove oblike varčevanja na kapitalskem trgu, sem ugotovil, da so najprimernejše države za pričetek poslovanja družb za upravljanje Bolgarija, Romunija, Hrvaška in Rusija. Po drugi strani je rezultat te analize tudi ugotovitev, da so tuje banke iz razvitih zahodnoevropskih držav in ZDA, skupaj z osvojitvijo bančnega sektorja v nekaterih srednjeevropskih državah, na te trge pripeljale tudi investicijske sklade in s tem zasičile trg do te mere, da je vstop na te trge za nove konkurente postal izredno težak (Glej Priloga 4).

Ker je upravljanje investicijskih skladov izredno dinamična dejavnost, ki je odvisna od velikega števila dejavnikov, tako na posameznem trgu kot tudi na globalnem območju, lahko ugotovitve te analize v naslednjih nekaj letih postanejo hitro neuporabne. Trgi, ki sem jih proučeval, se namreč hitro spreminjajo. Razvoj sicer poteka z različno hitrostjo, vendar je prisoten praktično povsod. Ob takšnem nadaljevanju lahko pričakujemo v naslednjih petih do desetih letih vključitev posameznih kapitalskih trgov v širše sisteme in združenja, kar bo razmere v posameznih državah bistveno spremenilo. Poleg tega na tem geografskem območju potekajo velike politične spremembe kot denimo širitev Evropske unije in zveze NATO, kar zopet korenito spreminja pogoje v gospodarstvih posameznih držav in posledično tudi pogoje poslovanja družb za upravljanje.

Če predpostavimo normalen potek dogodkov brez večjih političnih trenj na tem področju, je povsem mogoče, da se bo obseg varčevanja v investicijskih skladih na tem področju v naslednjih desetih letih približal standardom, ki veljajo na zahodnoevropskih trgih. V tem primeru se zdi čim hitrejši vstop na ta področja več kot primeren.

LITERATURA

1. Benz Christine, Di Teresa Peter; Kinnel Russel: Morningstar Guide to Mutual Funds. Hoboken: John Wiley & Sons, 2003. 286 str.
2. Bevan Tim: ETFs and the institutional Investor. London: Global Investor Magazine, oktober 2004. str. 6 – 8, 16 str.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. Fifth Edition. New York: McGraw-Hill, 2002. 1015 str.
4. Bogle John C.: Bogle on Mutual Funds. Burr Ridge: Irwin, 1994. 320 str.
5. Bogle John C.: Common Sense on Mutual Funds. New York: John Wiley & Sons, 1999. 468 str.
6. Bohorč Aleksandra: Investicijski skladi in družbe za upravljanje v Sloveniji ter nova zakonodaja. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 43 str.
7. Čebulj Katja: Vzajemni pokojninski skladi v svetu in pri nas. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 43 str.
8. Danylevska Natalya: Finančni trgi v državah centralne in vzhodne Evrope. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 52 str.
9. Francis Jack C., Ibbotson Roger: Investments: a global perspective. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2002. 885 str.
10. Frangež Ana: Prilaganje investicijskih skladov ureditvi Evropske unije. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 38 str.
11. Fredman Albert J., Wiles Russ: How Mutual Funds Work. Second Edition. New York: New York Institute of Finance, 1998. 394 str.
12. Gitman Lawrence J., Joehnk Michael D.: Fundamentals of investing. Addison Wesley Longman. Inc., 1998. 706 str.
13. Homan Nataša: Ureditev pokojninskih sistemov v svetu in v Sloveniji – uvedba drugega stebra. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 113 str.
14. Juhart Miha: Preoblikovanje in prihodnja vloga odprtih in zaprtih investicijskih skladov v Sloveniji. Gradivo k predavanju 18. borzno-finančne konference. Portorož: Ljubljanska borza, 2001. str. 166 – 172

15. Kesič Jasna Tjaša: Analiza donosnosti vzajemnih skladov v primerjavi z bančnimi vlogami v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 40 str.
16. Livingston Miles: Money & Capital Markets. Financial instruments and Their Uses. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1990. 429 str.
17. Lubej Samo: Razcvet slovenskih vzajemnih skladov, Kapital, Maribor, 12 (2002), 293. str. 28
18. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
19. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
20. Nejedly Širnik Mateja: Poslujte varno. Glas gospodarstva, Ljubljana, 4.6.2003
21. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
22. Protner Uroš: Večja obdavčitev dobička iz kapitala. Ljubljana: Finance, 2004. 9.9.2004
23. Ribnikar Ivan: Odprava družbene lastnine podjetij, privatizacija. Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 9. str. 60–62
24. Rouwenhorst K. Geert: The Origins of Mutual Funds. New Haven: Yale School of Management, 2004. 31 str.
25. Simonetti Marko in Jašovič Božo: Institucionalni investitorji v Sloveniji ob priključitvi EU. Bančni vestnik, 2004, 5. str. 89–99
26. Veselinovič Draško: Slovenski finančni trg in EU. Bančni vestnik, 2004, 5. str. 81–87
27. Vittas Dimitri: Private Pension Funds in Hungary: Early Performance and Regulatory Issues. The World Bank – Financial Sector Development Department, 1996. 46 str.
28. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 421 str.

VIRI

1. A Guide to Mutual Funds. Washington, D.C.: Investment Company Institute, 2000 21 str.
2. Asociacia spravcovskych spoločnosti. [URL: <http://www.ass.sk/default.aspx?category=10000&fnd=ZU>], 24. 5. 2004
3. Bilten Banke Slovenije, letnik XIII, št. 07. Ljubljana, julij 2004
4. Bloomberg
5. Bolgarski statistični urad. [URL: http://www.nsi.bg/Cpi_e/CPI_e.htm], 11. 4. 2004
6. Bolgarski statistični urad. [URL: http://www.nsi.bg/ZActual_e/GDP4q03.htm], 11. 4. 2004
7. Borza v Budimpešti. [URL: <http://www.bse.hu/onlinesz/10003838.html?uio=4LONGW4LO5KS2004A04K28IH09350I193PLKZK705guest>], 10. 5. 2004
8. Borza v Budimpešti. [URL: http://www.bse.hu/onlinesz/index_e.html], 10. 5. 2004
9. Borza v Budimpešti. [URL: http://www.bse.hu/onlinesz/index_e.html], 10. 5. 2004
10. Borza v Pragi. [URL: <http://www.pse.cz/burza/historie.asp>], 17. 5. 2004
11. Borza v Pragi. [URL: <http://www.pse.cz/cenpap/hlavnitrh.asp?language=english>], 17. 5. 2004
12. Borza v Sarajevu [URL: www.sase.ba], 16. 6. 2004
13. Borza vrednostnih papirjev RTS. [URL: <http://www.rts.ru/>], 2. 6. 2004.
14. Borza vrednostnih papirjev RTS. [URL: <http://www.rts.ru/index.cfm?tid=2>], 1. 6. 2004
15. Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi. [URL: <http://www.bsse.sk/Content/EN/StockExchange/history.htm?LANG=EN>], 22. 5. 2004
16. Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi. [URL: http://www.bsse.sk/Content/EN/Issues/markets/kotovany-hlavny-trh_AJ.htm?LANG=EN], 22. 5. 2004
17. Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi. [URL: http://www.bsse.sk/Content/EN/Issues/markets/kotovany-novy-trh_AJ.htm?LANG=EN], 22. 5. 2004
18. Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi. [URL: http://www.bsse.sk/Content/EN/Issues/markets/volny-trh_AJ.htm?LANG=EN], 22. 5. 2004
19. Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi. [URL: <http://www.bsse.sk/Content/EN/StockExchange/PressReleases/various.lst/komentar.htm?LANG=EN>], 22. 5. 2004
20. Borza vrednostnih papirjev v Bratislavi. [URL: http://www.bsse.sk/Obchodovanie/Indexy/VahySAX_aj.html?LANG=EN], 2. 5. 2004
21. Borza vrednostnih papirjev v Romuniji. [URL: <http://www.bse-sofia.bg/index.php?page=Trading+session+results>], 30. 4. 2004
22. Borza vrednostnih papirjev v Romuniji. [URL: <http://www.bvb.ro/>], 30. 4. 2004
23. Borza vrednostnih papirjev v Rusiji. [URL: <http://www.site-by-site.com/europe/russia/astock.htm>], 1. 6. 2004
24. Borza vrednostnih papirjev v Sofiji. [URL: http://www.bse-sofia.bg/index.php?site_lang=en&page=Regulatory+Authorities], 25. 4. 2004
25. Borza vrednostnih papirjev v Sofiji. [URL: <http://www.bse-sofia.bg/index.php?page=Trading+session+results>], 25. 4. 2004
26. Borza vrednostnih papirjev v Varaždinu. [URL: <http://www.vse.hr/>], 15. 5. 2004

27. Borza vrednostnih papirjev v Varšavi. [URL: http://www.gpw.com.pl/gpw_e.asp?cel=e_ogieldzie&k=7&i=/regulacje/opis], 25. 5. 2004
28. Borza vrednostnih papirjev v Varšavi. [URL: http://www.gpw.com.pl/gpw_e.asp?cel=e_ogieldzie&k=11&i=/historia/wazne_daty], 25. 5. 2004
29. Borza vrednostnih papirjev v Varšavi. [URL: http://www.gpw.com.pl/gpw_e.asp?cel=e_informacje&k=7&i=/indices/WIG20/basic_concept], 26. 5. 2004
30. Borza vrednostnih papirjev v Zagrebu. [URL: <http://www.zse.hr/reports/godisnji/ZSE-2003eng.html>], 16. 5. 2004
31. Bucharest Stock Exchange: Monthly Bulletin December 2003. Bukarešta, 2004, 25 str.
32. Budapest Stock Exchange: Annual Report 2003. Budimpešta, 2004
33. Budapest Stock Exchange: Annual Report, 2003. Budimpešta: Budapest Stock Exchange information Centre, 2004, 28 str.
34. Central and Eastern Europe Business Information Center. [URL: <http://www.mac.doc.gov/ceebic/PARTCUST/czechinvestmentfunds.htm>], 20. 5. 2004
35. Central Intelligence Agency. [URL: <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/>], 11. 4. 2004
36. Central Intelligence Agency. [URL: <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/>], 12. 4. 2004
37. Central Intelligence Agency. [URL: <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/ez.html>], 15. 4. 2004
38. Central Intelligence Agency. [URL: <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/ez.html>], 15. 4. 2004
39. Central Intelligence Agency. [URL: <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/ez.html>], 20. 4. 2004
40. Central Intelligence Agency. [URL: <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/lo.html>], 22. 4. 2004
41. Central Intelligence Agency. [URL: <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/pl.html>], 22. 4. 2004
42. Central Intelligence Agency. [URL: <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/rs.html>], 22. 4. 2004
43. Centralna banka Romunije. [URL: http://www.bnro.ro/def_en.htm], 30. 4. 2004
44. Centralna banka Slovaške. [URL: <http://www.nbs.sk/INDEXA.HTM>], 12. 4. 2004
45. Centralna banka Slovaške. [URL: <http://www.nbs.sk/INDEXA.HTM>], 22. 4. 2004
46. Češki statistični urad. [URL: http://www.czso.cz/eng/redakce.nsf/itisk/cr_key_macroeconomic_indicators], 12. 4. 2004
47. Češki statistični urad. [URL: <http://www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/home>], 22. 4. 2004
48. Državni Zavod za statistiku Republike Hrvatske: Statističke informacije. Zagreb, 2003, 109 str.
49. Državni zbor R Hrvatske. [URL: http://www.sabor.hr/Download/2004/03/01/zastupnici_web.pdf], 20. 4. 2004
50. Ekonomska fakulteta v Budimpešti. [URL: <http://www.fsz.bme.hu/hungary/facts.html>], 15. 4. 2004
51. Finance, 18. 8. 2004. Ljubljana: Časnik Finance d.o.o., 2004

52. Finance.cz. [URL: http://www.finance.cz/home/kapitalovy_trh/fondy/?_sekcefrom=554], 20. 5. 2004
53. Fondovi.com. [URL: <http://www.fondovi.com>], 16. 5. 2004
54. Hrvatska centralna banka. [URL: <http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm>], 12. 4. 2004
55. Hrvatska centralna banka. [URL: <http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm>], 20. 4. 2004
56. Interna gradiva KD Investments d.o.o., 2004
57. Investment Company Institute. [URL: <http://www.ici.org>], 10. 4. 2004
58. Investment Company Institute. [URL: http://www.ici.org/stats/latest/ww_09_03.html#TopOfPage], 10. 5. 2004
59. Investment Company Institute. [URL: http://www.ici.org/stats/mf/arcglo/04fb_datasec5.pdf], 8. 11. 2004
60. KPMG Survey of Funds and Fund management 2002. [URL: <http://www.kpmg.ie/industries/fs/funds2002/>], 24. 5. 2004
61. KPMG Survey of Funds and Fund management 2002. [URL: <http://www.kpmg.ie/industries/fs/funds2002/regulation/hungary.pdf>], 10. 5. 2004
62. KPMG Survey of Funds and Fund management 2002. [URL: <http://www.kpmg.ie/industries/fs/funds2002/regulation/croatia.pdf>], 15. 5. 2004
63. KPMG Survey of Funds and Fund management 2002. [URL: http://www.kpmg.ie/industries/fs/funds2002/regulation/czech_republic.pdf], 17. 5. 2004
64. KPMG Survey of Funds and Fund management 2002. [URL: <http://www.kpmg.ie/industries/fs/funds2002/regulation/slovakia.pdf>], 20. 5. 2004
65. Moscow Fund Center. [URL: <http://www.mfc.ru/>], 1. 6. 2004
66. Moscow Fund Center. [URL: <http://www.mfc.ru/>], 2. 6. 2004
67. Mutual Fund Fact Book. Washington: Investment Company Institute, 2003, 129 str.
68. Polish Securities and Exchange Commission. [URL: <http://www.kpwig.gov.pl/>], 24. 5. 2004
69. Poljski statistični urad. [URL: <http://www.stat.gov.pl/english/index.htm>], 22. 4. 2004
70. PZU NFI Management. [URL: <http://www.nfiprogress.com.pl/u235/navi/27759>], 26. 5. 2004
71. RiskMetrics Group: Risk Management: A Practical Guide. New York: Risk Metrics Group, 1999, str. 21 in 22, 140 str.
72. Ruska centralna banka. [URL: <http://www.gks.ru/eng/ssrd/default.asp>], 12. 4. 2004
73. Secretary of State for Trade and Industry: Financial Services Industry in Romania. [URL: <http://www.uktradeinvest.gov.uk/financial/romania/profile/overview.shtml>], 3. 5. 2004
74. Sklep o kadrovskih, tehničnih in organizacijskih pogojih ter dokumentaciji. Ljubljana, Uradni list RS št. 133/2003, 3 str.
75. Slovak Investment and Trade Development Agency. [URL: http://www.sario.sk/index.php?idd=159&typ=2&now=LEGISLATION_FRAME], 22. 5. 2004
76. Statistični urad Madžarske. [URL: http://www.ksh.hu/pls/ksh/docs/index_eng.html], 11. 4. 2004
77. Statistični urad Madžarske. [URL: http://www.ksh.hu/pls/ksh/docs/index_eng.html], 15. 4. 2004

78. Statistični urad Madžarske. [URL: http://www.ksh.hu/pls/ksh/docs/index_efontosabb_adatok.html], 15. 4. 2004
79. Statistični urad Poljske. [URL: <http://www.stat.gov.pl/english/index.htm>], 12. 4. 2004
80. Statistični urad Romunije. [URL: <http://www.insse.ro/indexe.htm>], 11. 4. 2004
81. Statistični urad Romunije. [URL: <http://www.insse.ro/indexe.htm>], 15. 4. 2004
82. TO ONE d.o.o. [URL: http://appsrv1.to-one.com/servlet/page?_pageid=58&_dad=portal30&_schema=PORTAL30], 16. 5. 2004
83. Vzajemci.com. [URL: http://www.vzajemci.com/stevilo_vlagateljev.php], 10. 4. 2004
84. Vzajemci.com. [URL: http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php], 30. 3. 2004
85. Warsaw Stock Exchange: Fact Book 2003, Varšava, 2004, 18 str.
86. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/02)
87. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 06/94)
88. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99)
89. Združenje članov borze v Pragi. [URL: <http://www.akatcr.cz/>], 17. 5. 2004
90. Združenje družb za upravljanje na Madžarskem. [URL: <http://www.bamosz.hu/>], 10. 5. 2004
91. Združenje družb za upravljanje Romunije. [URL: http://www.bnro.ro/def_en.htm], 30. 4. 2004.
92. Združenje družb za upravljanje Romunije. [URL: http://www.unopc.ro/eng/eng_funds.htm], 30. 4. 2004
93. Združenje družb za upravljanje Romunije. [URL: <http://www.unopc.ro/eng/istoric.html>], 5. 5. 2004
94. Združenje družb za upravljanje Romunije. [URL: <http://www.unopc.ro/eng/performante.html>], 5. 5. 2004

