

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

BENJAMIN BAMBIČ

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**DELOVANJE VZAJEMNIH SKLADOV DRUŽBE
ZA UPRAVLJANJE KD INVESTMENTS D.O.O.**

Ljubljana, junij 2006

BENJAMIN BAMBIČ

IZJAVA

Študent Benjamin Bambič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Zarjana Fabjančiča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 29.06.2006

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE	2
2.1. Opredelitev družbe za upravljanje	2
2.2. Tržni deleži DZU	3
2.3. Prednosti in slabosti tujih in domačih družb za upravljanje	4
2.3.1 <i>Prednosti in slabosti domačih DZU</i>	4
2.3.2 <i>Prednosti in slabosti tujih DZU</i>	5
2.4. Trendi in prihodnji razvoj družb za upravljanje	5
3. VZAJEMNI SKLADI	6
3.1. Nastanek in razvoj vzajemnih skladov v Sloveniji	6
3.2. Klasifikacija vzajemnih skladov	9
3.2.1 <i>Delniški vzajemni skladi</i>	10
3.2.2 <i>Obvezniški vzajemni skladi</i>	11
3.2.3 <i>Mešani vzajemni skladi</i>	11
3.2.4 <i>Vzajemni skladi denarnega trga</i>	12
3.2.5 <i>Razdelitev sredstev glede na vrsto sklada</i>	12
3.3. Prednosti in slabosti vlaganja v vzajemne sklade	13
3.3.1 <i>Prednosti vzajemnih skladov</i>	13
3.3.2 <i>Slabosti vzajemnih skladov</i>	14
3.4. Stroški in provizije	14
3.4.1 <i>Vstopne in izstopne provizije</i>	15
3.4.2 <i>Upravljaljske provizije</i>	15
3.5. Tveganje vzajemnih skladov	16
3.6. Davčni vidik vlaganja v vzajemne sklade	18
3.7. Agencija za trg vrednostnih papirjev	19
4. KD INVESTMENTS	20
4.1. Zgodovina podjetja	20
4.2. Poslovanje podjetja in tržni delež	21
4.2.1 <i>Usmeritev na trge JV Evrope</i>	23
5. VZAJEMNI SKLADI KD INVESTMENTS	24
5.1. Naložbena politika vzajemnih skladov KD Investments	24
5.1.1 <i>Naložbeni cilji ter politika investiranja vzajemnih skladov</i>	25
5.1.2 <i>Geografska usmerjenost naložb in delež največjih naložb v posamezne subjekte</i>	27
5.2. Pregled sredstev v vzajemnih skladih in njihov denarni tok	30
5.3. Analiza donosnosti vzajemnih skladov	31
5.3.1 <i>Nominalna in realna donosnost vzajemnih skladov</i>	32
5.3.2 <i>Razlogi nenormalne rasti VEP vzajemnih skladov KD Prvi izbor, KD MM in KD Balkan v prvih dneh delovanja</i>	35
5.3.3 <i>Primerljivost vzajemnih skladov z izbranimi naložbami</i>	37
5.4. Uspešnost upravljanja vzajemnih skladov KD Investments	38
5.5. Metoda povprečnega stroška na primeru vzajemnega sklada Galileo	40
5.6. Prihodnost vzajemnih skladov KD Investments	42

6. SKLEP.....	43
LITERATURA.....	45
VIRI.....	46
PRILOGE	

1. UVOD

Življenjsko obdobje posameznega človeka je razdeljeno na tri obdobja, in sicer na mladost, zrelo obdobje ter starost. Le v zrelem obdobju oziroma obdobju zaposlitve imamo premoženjski suficit, kar pomeni, da so prihodki, ki jih ustvarimo, višji od odhodkov. Te presežke moramo razporediti tako, da jih del prenesemo tudi v kasnejše obdobje, ko se srečujemo z višjimi odhodki. Naši stari starši so hranili svoje prihranke doma, ker so smatrali, da je tak način najbolj varen. Kasneje je visoka inflacija ljudi prepričala, da so svoje prihranke zaupali bankam in hranilnicam, kar se je izkazalo za dovolj varno obliko varčevanja, prihranki pa niso bili razvrednoteni v taki meri, kot bi bili, če bi jih hranili doma.

Z obdobjem tranzicije, ko je Slovenija prešla iz socialističnega gospodarstva na tržno ureditev, so se na trgu pojavile alternativne oblike dolgoročnega varčevanja. Največji razmah je doživelo varčevanje v vzajemnih skladih, ki je v razvitem svetu eden najpogostejših načinov investiranja, v Sloveniji pa je pravi razmah doživelo šele po letu 2000, čeprav so se ljudje s to naložbeno alternativo srečali že v letu 1992. V burnem obdobju tranzicije, ko so se lastninila podjetja, je prišlo do določenih finančnih zlorab ter nerealno zastavljenih ciljev, ki so vodili do nezaupanja ljudi v nov sistem. Tukaj naj omenim le pojav tako imenovane privatizacijske luknje, dolge čakalne vrste na bankah, ko ni bila jasna njihova prihodnja usoda, ter propad velikih podjetij, ki so veljala za paradne konje takratnega slovenskega gospodarstva. Vse to je načelo zaupanje v sposobnost slovenskega finančnega sistema in je zaviralo hitrejši razvoj vzajemnih skladov, čeprav se vseskozi izpostavljajo prednosti, ki jih prinaša ta oblika varčevanja, razpršenost sredstev, poceni udeležba posameznega vlagatelja na kapitalnem trgu.

Varčevanje v vzajemnih skladih je namenjeno dolgoročnemu varčevanju, čeprav je morda povprečen vlagatelj na podlagi dogajanja na slovenskem finančnem trgu zaradi visokih donosov morda dobil drugačen vtis. Po nekaterih izkušnjah v svetu je večja verjetnost, da vlagatelj veliko izgubi, če varčuje kratkoročno. Tako je bila v preteklih 30 letih verjetnost, da vlagatelj pri intenzivni globalni razpršitvi prihrankov v delnice po treh mesecih varčevanja ustvari negativno donosnost, približno 35-odstotna. Že pri enoletnem varčevanju upade na 20 odstotkov, po treh letih na 10 odstotkov, le v 3-5 odstotkih primerov pa se zgodi, da vlagatelj izgubo ustvari tudi po petih letih varčevanja (Saksida, 2002).

Na temeljih privatizacije je zraslo podjetje, ki je videlo priložnost za uspeh v zbiranju certifikatov in je na trg stopilo z imenom Kmečka družba in se od leta 2002 imenuje KD Investments. V zadnjem desetletju velja za najuspešnejšo družbo za upravljanje in se tudi ponaša z največjim tržnim deležem glede na druge družbe za upravljanje. Predstavitev delovanja vzajemnih skladov družbe za upravljanje KD Investments ter razlogi, zakaj je bilo ravno to podjetje s svojimi vzajemnimi skladi tako uspešno, kakšna je njihova naložbena politika in strategija upravljanja, katere rezultat so bili tako visoki donosi, so bila vprašanja, ki so me zanimala in sem na njih hotel odgovoriti v tej diplomski nalogi.

Sama diplomska naloga je razdeljena v dva sklopa, vsak pa zajema dve krovni poglavji. Prvi sklop je zasnovan na teoretični predstavitvi, kjer sem na podlagi literature domačih in tujih strokovnih avtorjev v drugem poglavju najprej razložil, kaj dejansko je družba za upravljanje, kaj so njene glavne naloge in obveznosti. Sledi poglavje s predstavitvijo vzajemnih skladov, ki zajema njihov nastanek in razvoj na področju Slovenije, katere prednosti in slabosti prinaša ta oblika varčevanja ter katere različice vzajemnih skladov poznamo glede na različne kriterije.

V drugem delu, ki vključuje poglavji 4 in 5, se osredotočim na samo podjetje KD Investments oziroma na vzajemne sklade, s katerimi upravlja, in njihovo analizo po posameznih podpoglavjih, ki zajemajo predstavitev naložbene politike, njihove donosnosti in uspešnosti upravljanja s pomočjo kazalcev tveganja ter Sharpovega in Treynorjevega kazalca. Delo se zaključi s primerom varčevanja v vzajemni sklad na podlagi metode povprečnega stroška ter kratkim pogledom v prihodnost upravljanja vzajemnih skladov.

2. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE

2.1. Opredelitev družbe za upravljanje

Družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU) je gospodarska družba, ki se ustanovi izključno z namenom upravljanja investicijskih skladov in pridobi dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za upravljanje investicijskih skladov. Premoženje sklada mora DZU ločiti od svojega premoženja in od premoženja drugih investicijskih skladov, ki jih upravlja. Prav tako mora za vsak investicijski sklad, ki ga upravlja, sestavljati letna in druga poročila, voditi poslovne knjige ter tudi evidenco imetnikov investicijskih kuponov (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje 1 (ZISDU-1), 2002).

DZU je lahko ustanovljen v dveh pravnoorganizacijskih oblikah. Tako je lahko organiziran kot družba z omejeno odgovornostjo ali pa kot delniška družba, pri tem pa se smejo izdati samo imenske delnice istega razreda in v nematerializirani obliki. Pred pridobitvijo delnic oziroma poslovnega deleža družbe za upravljanje, na podlagi katere oseba posredno ali neposredno doseže ali preseže kvalificirani delež v družbi za upravljanje, je potrebno pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev.

Najnižji znesek osnovnega kapitala družbe za upravljanje je 50 milijonov tolarjev. Delnice oziroma poslovni deleži družbe za upravljanje se lahko vplačajo samo v denarju in morajo biti v celoti vplačani pred vpisom ustanovitve družbe za upravljanje v sodni register oziroma pred vpisom povečanja osnovnega kapitala v sodni register (ZISDU-1, 2002). Če skupna vrednost celotnega premoženja v upravljanju, ki ga družba za upravljanje upravlja za račun investicijskih skladov, presega 60 milijard tolarjev, mora družba za upravljanje poleg osnovnega kapitala zagotoviti dodaten kapital najmanj v višini 0,02 odstotka vrednosti razlike

med premoženjem v upravljanju, ki ga družba za upravljanje upravlja za račun investicijskih skladov, in zneskom 60 milijard tolarjev.

DZU ne sme sam hraniti vrednostnih papirjev investicijskega sklada, temveč mora za posle hrambe teh papirjev pooblastiti osebo, ki je pooblaščen za opravljanje poslov hrambe vrednostnih papirjev. Po ustanovitvi klirinško-depotne družbe bo smela posle hrambe vrednostnih papirjev, ki so bili javno ponujeni, opravljati zgolj ta družba, posle hrambe ostalih vrednostnih papirjev pa borznoposredniška družba ali banka, ki bo pridobila dovoljenje agencije za opravljanje teh poslov (Kocbek, Plavšak, 1994, str. 40-45).

V Sloveniji so družbe za upravljanje organizirane v Združenje družb za upravljanje, katerih cilj je pospeševanje dejavnosti svojih članic in izboljšanje te dejavnosti, zlasti pa:

- pospeševanje razvoja trga vrednostnih papirjev in z njim povezanih institucij,
- oblikovanje stališč v zvezi z zakonodajo, ki ureja področje investicijskih skladov, družb za upravljanje in lastninskega preoblikovanja ter posredovanje stališč pristojnim organom,
- sodelovanje v strokovnih skupinah, ki pripravljajo zakonske in podzakonske akte s področja upravljanja investicijskih skladov in lastninskega preoblikovanja,
- enotno zastopanje in zaščita interesov v odnosih do državnih organov, ki nadzirajo trg vrednostnih papirjev,
- oblikovanje in uveljavljanje kodeksa etičnosti v poslovanju družb za upravljanje in drugih udeležencev trga vrednostnih papirjev.

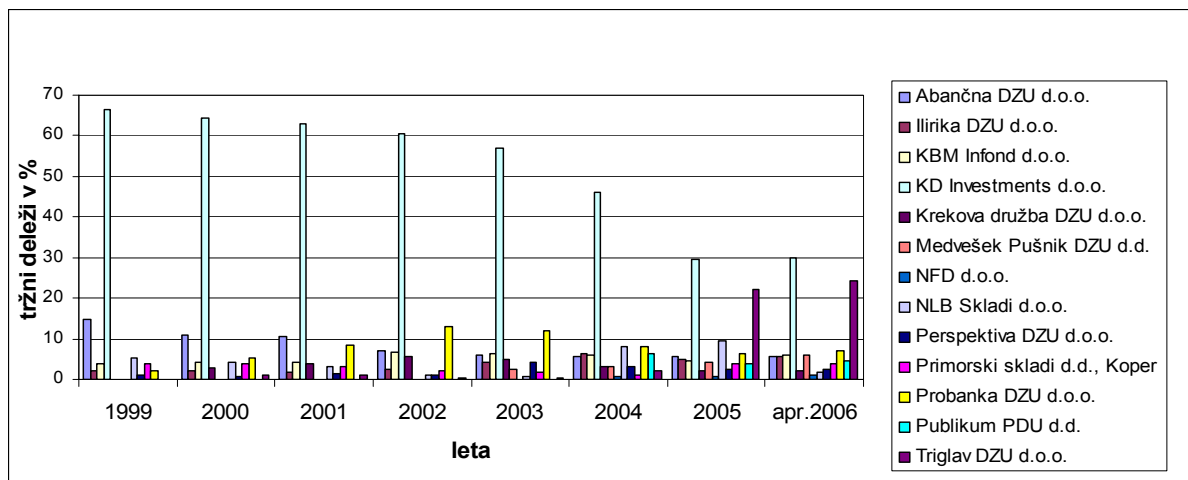
2.2. Tržni deleži DZU

Trenutno si slovenski trg deli 13 domačih družb za upravljanje. Skupaj upravljajo s 360 mrd SIT, ki so razdeljeni med 192 vzajemnih skladov. Samo v letu 2005 so tuji upravitelji lansirali na slovenski trg 83 novih vzajemnih skladov, domači upravitelji pa le 10 (Lubej, 2006).

Pričakovana posledica vedno večjega števila tako ponudnikov vzajemnih skladov kot tudi samega števila vzajemnih skladov je tudi zmanjševanje tržnih deležev slovenskih upravljavcev na račun tujih, pa tudi odliv sredstev vedno bolj poučenih vlagateljev v sklade, ki nastopajo na tujih trgih. Drugi razlog za prerazporeditev tržnih deležev je preoblikovanje PID-ov¹ v vzajemne sklade. Na ta račun je največ pridobil Triglav DZU, ko je preoblikoval Triglav steber 1 v vzajemni sklad in je tako svoj tržni del povečal za skoraj 20 odstotnih točk. Sam vzajemni sklad je postal s slabimi 70 mrd SIT vrednim premoženjem skoraj čez noč največji slovenski vzajemni sklad. To je najbolj občutilo ravno podjetje KD Investments, saj je v tem letu izgubil skoraj toliko svojega dela tržne pogače, kot ga je prej omenjeni upravljavec pridobil.

¹ Pooblaščen investicijske družbe, katerih rojstvo sega prav v začetek slovenske privatizacijske zgodbe sredi devetdesetih. Slovenija se je po nasvetu nekaterih tujih svetovalcev odločila za množično razdelitveno privatizacijo, katere del se je odvil tudi preko pidov. Ti so od države dobili pooblastilo za zbiranje certifikatov, s temi sredstvi pa so kupovali deleže podjetij, ki so se lastnili (Pinterič, 2005).

Slika 1: Prikaz gibanja tržnih deležev slovenskih družb za upravljanje v letih od 1999 do aprila 2006



Vir: Tržni delež slovenskih družb za upravljanje, 2006.

Opazimo lahko, da izgubljajo predvsem "stari" vzajemni skladi, ki se v zadnjem letu niso izkazali z donosi, pridobivajo pa tisti, ki imajo sklade, ki so v zadnjem letu ali še krajšem obdobju realizirali visoke donose in imajo primerno obetajočo napoved. Hkrati je dobro opazno, da izgubljajo predvsem tisti upravljavci, ki svojim vlagateljem v okviru lastne DZU ne ponujajo primernih alternativnih modnih skladov (Lubej, 2006a, str. 24-25). Pri tem je bil zelo uspešen DZU Medvešek Pušnik, ki je ustanovil sklade MP-Asia in MP-Global. Ta dva sklada sta pomagala s svojimi izjemnimi donosi v kratkem času pritegniti veliko število vlagateljev. Druge družbe za upravljanje so mu hitro sledile z novimi »modnimi skladi«.

2.3. Prednosti in slabosti tujih in domačih družb za upravljanje

V zadnjem času beležimo veliko porast tujih ponudnikov vzajemnih skladov, ki konkurirajo domačim. Za domače družbe za upravljanje smatramo tiste, ki imajo sedež podjetja registriran v Sloveniji, tuji pa so tisti, ki imajo sedež v tujini ter tržijo sklade preko bank ali borznih hiš. Tuji upravitelji so agresivno vstopili na naš trg in spodbudili domače upravljavce k razširitvi ponudbe ter k še bolj agresivnim tržnim prijemom.

2.3.1 Prednosti in slabosti domačih DZU

Največja prednost domačih upravljavcev pred tujimi je vsekakor njihova uveljavljenost na domačem trgu in njihova prepoznavnost. K veliki prepoznavnosti so pripomogla prav zadnja leta, ko so donosi na slovenskem kapitalskem trgu in posledično donosi vzajemnih skladov dosegali zavidljive vrednosti. V tem času so družbe za upravljanje razvile dobro prodajno mrežo svojih storitev po vsej državi, ki so vlagatelju dostopne skorajda na vsakem vogalu. Iz tega izvira tudi pozicija na trgu. Vendar opazovanje letošnjih denarnih tokov, posebej novih vlaganj, pokaže, da so se vlagatelji zmožni hitro prilagoditi novim razmeram na trgu.

Nasprotno pa se slabosti kažejo v nekakšni ujetosti v slovenske naložbe, saj je večina naložb vzajemnih skladov še vedno orientirana na slovenska podjetja. Konec leta 2005 je bilo kar 41 odstotkov sredstev slovenskih skladov vloženi v slovenske delnice (Kodrič, Krivec, 2005, str.7). Naslednja pomanjkljivost v primerjavi s tujci je majhnost upravljaljskih timov, ki pa jih skušajo reševati z nakupom informacij. Problem ekonomike obsega se odraža v povprečju višjih stroških upravljanja v primerjavi s tujimi upravljaljci.

2.3.2 Prednosti in slabosti tujih DZU

Tuji upravljaljci imajo prednost v obsegu kapitala, ki ga upravljajo, in v kadrovskih zasedbah upravljaljskih in analitskih timov. Prav tako imajo tuji upravitelji pri naložbah na tujih trgih nekaj prednosti, saj so na teh trgih prisotni že več let ali celo desetletij, svoja sredstva pa zbirajo širom po Evropi in svetu. To jim omogoča večjo ponudbo različnih skladov, ki so lahko specializirani na določeno regijo ali panogo. Ekonomika obsega je vsekakor na strani tujcev, medtem ko se z razvojem informatike prednost na področju analitskega dela zmanjšuje, saj podatke tako domači kot tuji upravljaljci vse bolj kupujejo od za to specializiranih agencij. Poleg tega razpolagajo z velikimi marketinškimi proračuni, iz katerih lahko financirajo svoje trženjske akcije in prepoznavnost na globalnem trgu.

Največji problem, s katerim se tuji upravljaljci srečajo ob vstopu na slovenski trg, je slovenska zakonodaja in počasnost Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP) pri potrditvi prospektov. Delno je tukaj problem tudi na strani tujcev, saj praviloma ne poznajo razmer na slovenskem trgu, prav tako pa so njihovi vzajemni skladi zgolj slovenskim razmeram prilagojeni skladi, registrirani v tujini.

2.4. Trendi in prihodnji razvoj družb za upravljanje

Če pogledamo trend razvoja domačih družb za upravljanje, se je njihovo število v zadnjih desetih letih prepolovilo. Leta 1997 je delovalo 26 DZU-jev, na koncu leta 2005 pa le še 13. Razloge za to zmanjšanje lahko iščemo v tem, da je privatizacija ponujala veliko možnosti za njihov razvoj in posledica tega je bilo tako veliko število DZU-jev. Nato se je njihovo število začelo zmanjševati zaradi (Žnidaršič Kranjc 1999, 103-106):

- odvzema licenc,
- konkurence,
- združevanja oz. povezovanja med družbami za upravljanje in med njihovimi lastniki,
- prenehanja razlogov za njihov obstoj,
- prevzema pooblaščenih investicijskih skladov s prevzemom lastništva nad njimi s strani povezanih oseb.

Slovenija je zelo zanimiv trg za tuje ponudnike vzajemnih skladov, ravno zato lahko v prihodnje pričakujemo vse več tujih podjetij, ki bodo ponujala svoje vzajemne sklade bodisi neposredno bodisi preko domačih bank. Pričakujemo lahko strateška partnerstva med tujimi

in domačimi DZU-ji, saj je Slovenija dobra iztočnica za prodor na JV finančne trge, kjer imajo nekateri DZU-ji (predvsem KD Investments) velik tržni delež in razvejane tržne kanale na teh trgih.

3. VZAJEMNI SKLADI

Vzajemni sklad je premoženje, ki se oblikuje za namen javnega zbiranja kapitala in investiranje tega kapitala v prenosljive vrednostne papirje po principu omejevanja tveganja. Vzajemni sklad ni pravna oseba, je v lasti oseb, ki so vanje vložile sredstva, upravlja pa ga družba za upravljanje (Mramor, 2000, str. 75).

Aktualni slovenski Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje govori o vzajemnih skladih kot podvrsti investicijskih skladov. Vzajemni sklad je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in je bilo financirano z denarjem fizičnih ali pravnih oseb in je v lasti teh oseb. Sredstva vzajemnega sklada se zbirajo z javno prodajo izdanih investicijskih kuponov (enot premoženja ali tudi točk). Imetnik enot investicijskega sklada ima pravico in možnost enote kadarkoli prodati vzajemnemu skladu in s tem iz vzajemnega sklada izstopiti (Lubej, 2005, str. 24).

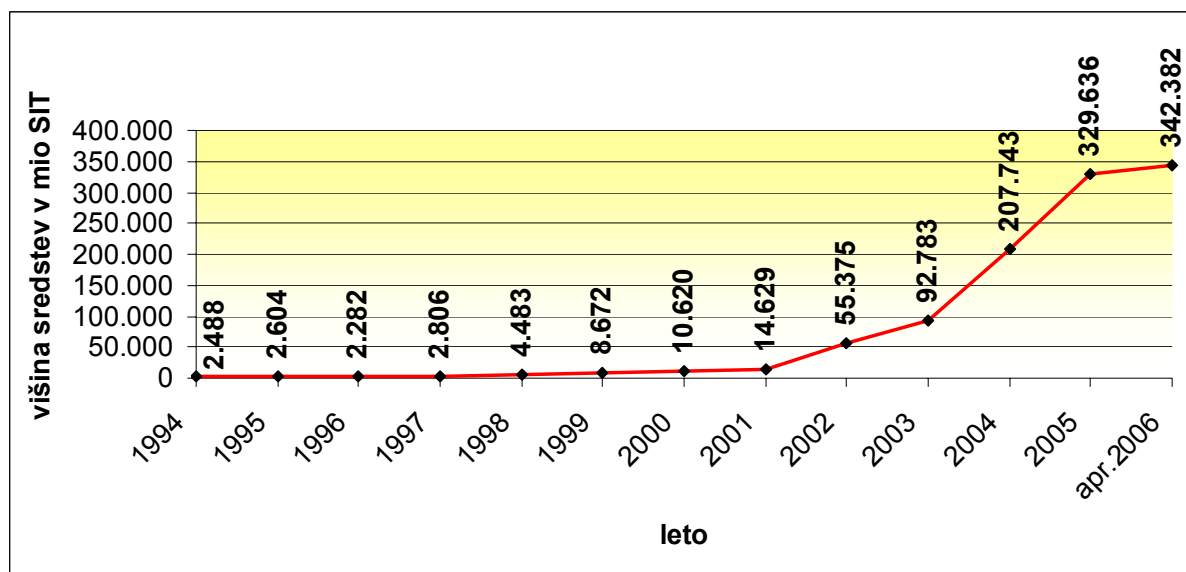
3.1. Nastanek in razvoj vzajemnih skladov v Sloveniji

Prvi vzajemni sklad v Sloveniji se je imenoval Galileo in je začel poslovati s 1.1.1992, upravljal ga je borzna hiša PM&A. Konkurencu je dobil šele konec leta 1992, ko se mu je pridružil vzajemni sklad LBM Piramida pod upravljanjem LB Maksime. V letu 1993 so bili ustanovljeni trije vzajemni skladi, leto dni kasneje pa kar osem. Tako je v Sloveniji do spremembe zakonodaje (1.1.1995) obstajalo 13 vzajemnih skladov. Po 1.1.1995 so morali vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje, ustanovljenih po ZISDU.

V letu 1996 je slovenski trg pretresla afera Dadas², ki je močno zamajala zaupanje vlagateljev v tovrstne naložbe. Agencija za trg vrednostnih papirjev je marca 1996 sprejela sklep, s katerim je za nedoločen čas prepovedala nadaljnja vplačila v sklade, ki jih sme upravljati ena družba za upravljanje in ki so že dosegli 3,5 milijarde skupnega premoženja. To je na borzi povzročilo pravi preplah in posledično temu se je med ljudmi razširilo negativno mnenje o vlaganju presežkov denarja v oblike, kjer donos do zapadlosti ni znan oz. ni zajamčen.

² Številni vlagatelji so v sklade Rastko, Diver, Neli in Herman Celjski vložili vse prihranke, se celo zadolžili ali celo prodajali svoje nepremičnine. V sklade se je tako nateklo okoli 6,5 milijarde tolarjev, kar je bilo več kot polovica vseh naloženih sredstev v slovenskih skladih. Balon je počil zaradi odločitve Agencije za trg vrednostnih papirjev, da odvzame licenco družbi za upravljanje Proficia Dadas in prepove nadaljnja vplačila v Dadasove sklade, saj je po novem posamezni DZU lahko upravljal največ s 3,5 milijarde tolarjev.

Slika 2: Višina sredstev v slovenskih vzajemnih skladih od leta 1994 do aprila 2006 v mio sit



Vir: Žnidaršič Krajnc, 1999, str. 112; Sredstva v slovenskih vzajemnih skladih, 2006.

Stanje se je začelo izboljševati po letu 1998, ko so se vplačila v enem letu podvojila, ta trend pa se je nadaljeval tudi v naslednjih dveh letih. Pravo eksplozijo so investicije dosegle po letu 2001, ko so se sredstva v upravljanju v enem letu povečala za skoraj 300 odstotkov. Absolutno gledano so se sredstva najbolj povečala med letoma 2004 in 2005, ko se je v vzajemne sklade prililo dodatnih 122 mrd SIT.

Razlog za tako povečanje sredstev je bilo to, da vzajemni skladi pred sprejetjem nove zakonodaje niso mogli kupovati tujih delnic ali obveznic oziroma so bili pri tem zelo omejeni, zato se je večina prilivov v vzajemne sklade vlagala v slovenske delnice in obveznice. Ker je število vplačil strmo naraščalo, so se vsa sredstva prelivala na slovenski kapitalni trg, za katerega je bila značilna skokovita rast v tem obdobju. Ta čas je bilo na slovenskem trgu izpeljanih nekaj prevzemov podjetij, ki so njihove delnice ponesle v višave³. Drugi razlog pa lahko iščemo v nizkih obrestnih merah, tako da so se varčevalci raje odločali za varčevanje v vzajemnih skladih ter tako preselili velik delež svojih prihrankov v alternativne naložbe. Slovenske vlagatelje so pritegnili tudi visoki donosi vzajemnih skladov v preteklih obdobjih, ki pa niso nobeno jamstvo za prihodnje velike donose. Ne glede na to pa ponudniki vzajemnih skladov pogosto uporabljajo ravno pretekle podatke o donosih pri trženju svojih produktov.

S sprejetjem nove zakonodaje ZISDU-1 (3.11.2003), ki je bila v večjem delu poenotena z evropsko zakonodajo, je bila odpravljena omejitev, ki je dovoljevala le 10 % naložb v tuje vrednostne papirje. Tako so družbe za upravljanje usmerile svoje naložbe na tuje finančne

³ Začelo se je sredi leta 2001, na začetku nekoliko bolj sramežljivo SKB in Fructal, veliko bolj odmevna pa sta bila prevzema podjetja Lek in Pivovarne Union v letu 2002. Takrat je širok krog laičnih ljudi, ki so imeli delnice še iz naslova privatizacije, spoznal, da je možno z vrednostnimi papirji tudi zaslužiti. Trg kapitala je postajal vse bolj popularen, saj se je ob prevzemu teh podjetij na trg sprostilo ogromno svežega kapitala, ki se je prenesel v druge oblike naložb, tudi v vzajemne sklade (Interno glasilo KD Investments, 2003).

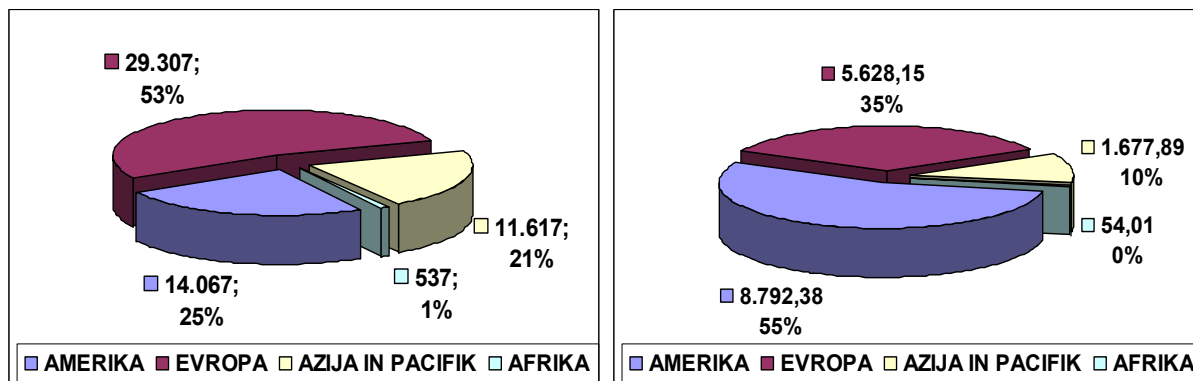
trge, saj so jim tovrstne naložbe zagotavljale večjo razpršenost in diverzifikacijo naložb. Posledica tega je bila, da je slovenski finančni trg zaradi odlivov na tuje trge doživel popravek navzdol. Po evforičnih letih 2002-2004 je prišlo leto streznitve, ki je dalo vedeti, da se takšne stopnje rasti, kot so bile prisotne v teh letih, ne morejo nadaljevati v nedogled. V tem letu so se na slovenskem trgu pojavili prvi tuji ponudniki vzajemnih skladov, prvi izmed njih je bil Raiffeisen Kapitalanlage.

Leto 2005 je zaznamovala stagnacija na slovenskem trgu kapitala, na letni ravni je borzni indeks SBI20⁴ celo izgubil 5 % (glej Pril. 2). Tako so bili v tem letu najdonosnejši vzajemni skladi, katerih naložbe so bile usmerjene na tuje trge, predvsem na azijske in vzhodnoevropske. Črna ovca leta 2005 so bili stari domači vzajemni skladi - tisti, ki so začeli delovati že pred sprejemom danes veljavne različice zakonodaje o skladih in so zato dolgo ostali omejeni na slovenski trg. Tako so to pravzaprav dolga leta bili specializirani skladi, čeprav se niso tako imenovali in čeprav takrat tudi vlagatelji sploh še niso poznali razlike, saj drugačnih skladov v Sloveniji ni bilo. Z zastojem na domači borzi pa se je pokazala slabost specializacije: če si omejen na en sam trg v dobrem in slabem, potem ti pač gre občasno tudi slabo.

Kljub vsemu je delež sredstev v vzajemnih skladih še vedno zelo majhen in je v letošnjem letu znašal le okoli 600 EUR na prebivalca, npr. v Avstriji 10.000 EUR. Tako pri nas kot v jugovzhodnih državah je delež varčevanja v vzajemnih skladih 5 do 10 odstotkov bruto domačega proizvoda. V Avstriji je na primer ta delež okoli 50 odstotkov bruto domačega proizvoda (Garbajs, 2006). Z največ sredstvi v vzajemnih skladih na prebivalca se lahko pohvali Irska, pri kateri pride kar 58.407 EUR na prebivalca, sledijo pa ji ZDA s 23.697 EUR na prebivalca.

⁴ Vrednost indeksa SBI20 se računa kot serija tržnih vrednosti izbrane košare delnic. Njeni sestavni deli so kapitalizacije posameznih delnic, izražene v tolarjih, popravljene s faktorjem, ki zagotavlja primerljivost med obdobji kljub vključevanju in izključevanju posameznih delnic, ki sestavljajo indeks. Redne delnice morajo za vključitev v indeks SBI20 izpolnjevati merila, ki se nanašajo na: velikost tržne kapitalizacije izdaje delnic na dan revizije indeksa, povprečno absolutno dnevno velikost prometa z določeno izdajo delnic v zadnjih dvanajstih mesecih pred revizijo, povprečno število poslov z določeno izdajo delnic v zadnjih treh mesecih oziroma v zadnjih dvanajstih mesecih na trgovanjski dan, vrednostni obrat prometa, razmerje med prometom in povprečno tržno kapitalizacijo v obdobju na trgovanjski dan (relativna likvidnost delnice). Delež posameznega izdajatelja ne sme presegati 10 % kapitalizacije košare vseh delnic, ki sestavljajo SBI20.

Slika 3: Število vzajemnih skladov in višina sredstev, s katerimi razpolagajo, v mrd USD po svetovnih regijah v letu 2005



Vir: Mutual Fund Fact Book, 2005.

Konec leta 2005 je bilo število vseh vzajemnih skladov na svetu 56.095. Od tega jih je več kot polovica v Evropi. Amerika jih je imela slabo tretjino, ostalo pa je v Aziji in Afriki. Vendar če gledamo sredstva v vzajemnih skladih, je tukaj močno, s 55 odstotki vseh sredstev, v ospredju Amerika, kar ne preseneča, saj imajo tukaj vzajemni skladi najdaljšo tradicijo in so tudi najpogostejša oblika varčevanja ameriškega prebivalstva. S 35 odstotki ji pričakovano sledi Evropa, ostalih 12 odstokov sredstev pa odpade na Azijo s Pacifikom ter Afriko. Skupna višina sredstev v upravljanju je bilo v letu 2005 17.284 mrd USD.

3.2. Klasifikacija vzajemnih skladov

Zaradi prilagajanja potrebam in željam investorjev se je v obdobju od ustanovitve prvega vzajemnega sklada do danes razvila vrsta najrazličnejših vzajemnih skladov, ki omogočajo zadovoljitev potreb investorjev (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 169).

Različni avtorji navajajo delitev vrst vzajemnih skladov po različnih kriterijih, kot npr. glede na to, kako se financirajo (Rugg, 1986, str. 28-29);

- skladi s provizijo (load funds), ki zaračunavajo vstopno oz. izstopno provizijo;
- skladi brez provizije (no-load funds), ki te provizije ne zaračunavajo, saj je pristop k skladom neposreden.

Naslednja delitev je glede na pasivno stran oziroma na obveznost sklada. Po tem kriteriju delimo vzajemne sklade na (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 937):

- **Odprti vzajemni skladi (open-end funds)**; pri tej obliki sklada, ki navadno ni delniška družba, lahko tisti, ki se je odločil prihranke naložiti v sklad, kupi kupone tega sklada. Cena teh kuponov se določa dnevno in je enaka čisti vrednosti sredstev (net asset value), ki odpade na en kupon. Čista vrednost sredstev na investicijski kupon se izračuna tako, da se celotna sredstva vzajemnega sklada (vsota tržnih vrednosti vseh vrednosti vseh vrednostnih papirjev v portfelju sklada) zmanjša za znesek vseh obveznosti in rezervacij, nato pa se deli

s številom enot premoženja vzajemnega sklada (Hribernik, 2004, str. 36). Z enotami sklada se ne trguje na sekundarnem finančnem trgu, pač pa sklad sam ali preko posrednikov prodaja in odkupuje enote na investitorjevo željo. Investitor lahko kadarkoli zahteva, da mu investicijski sklad odkupi njegov investicijski kupon (Mramor, 2000, str. 90).

- **Zaprta skladi (closed-end funds);** pri teh skladih se ob njihovem nastanku določi velikost sklada in v tej zvezi število delnic ali certifikatov, ki se bodo izdali. Velja podobno kot sicer za delniško družbo, samo da ob morebitni odločitvi za povečanje sklada dosedanji delničarji nimajo pravice prednostnega nakupa novih delnic. Z delnicami ali investicijskimi certifikati teh skladov se trguje na sekundarnem trgu kapitala. Varčevalec torej ne more priti do denarja drugače, kakor da na sekundarnem trgu proda delnico ali certifikat sklada (Ribnikar, 1994, str. 84-85).

Najbolj pogosta delitev je glede na naložbeno politiko, ki je določena že v samem prospektu vzajemnega sklada. Od naložbene politike je odvisno, v kateri vzajemni sklad bo investitor vlagal svoje premoženje glede na svoje preference. Pri tem pa je vedno prisoten »trade off« med tveganostjo in donosnostjo vzajemnega sklada. Glede na naložbeno politiko ločimo (Fredman, 1993, str. 24):

- vzajemne sklade delnic (common stock mutual funds),
- vzajemne sklade obveznic (bond mutual funds),
- mešane vzajemne sklade (hybrid mutual funds),
- vzajemne sklade denarnega trga (money mutual funds).

3.2.1 Delniški vzajemni skladi

Delniški skladi investirajo predvsem v delnice različnih podjetij, vendar to ne pomeni, da nimajo ti vzajemni skladi svojih sredstev tudi v drugih vrstah naložb. V njihovem portfelju so tudi naložbe na denarnih trgih ali v obveznicah (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 106-108). Ta delež se giblje nekje med 5 in 10 odstotki in jim zagotavlja likvidnost pri morebitnih izplačilih iz sklada (Lubej, 2005, str. 40).

Ker podjetja vlagajo v različna podjetja, se delniški vzajemni skladi delijo dalje na podvrste glede na to, v kakšen tip delnic vlagajo. Predvsem na tujih, bolj razvitih trgih vlagatelji lahko izbirajo med več podvrstami delniških vzajemnih skladov, ki se delijo na:

- Skladi agresivne rasti (aggressive growth funds); veljajo za najbolj tvegane, saj vlagajo v hitro rastoča podjetja, ki večino svojega dobička reinvestirajo, zato tudi ne ponujajo visokih dividend.
- Skladi rasti (growth funds); vlagajo v že bolj stabilna podjetja, ki pa imajo potencial rasti. So manj tvegani od zgoraj omenjenih skladov, vendar tudi ne ponujajo tako velikih donosov.

- Skladi dohodka (income funds); imajo za cilj čim večji gotovinski dohodek z naslova dividend. Investirajo v delnice velikih korporacij, ki so v zreli fazi svojega delovanja in zagotavljajo visoke in konstantne dividende.
- Specializirani skladi (specialized funds); investirajo v točno določene panoge oz. sektorje, kot so zdravstvo, visoka tehnologija, naftna industrija, ali v določeno geografsko območje.

V svetu je še veliko predvsem delniško usmerjenih vzajemnih skladov (Wuorio, 2002, str. 52-59).

- Skladi dohodka in rasti (growth and income funds); dajejo prednost rednim in stabilnim dohodkom.
- Sektorski skladi (sector funds); premoženje razpršijo na posamezen sektor.
- Socialno odgovorni skladi (social responsible funds); izogibajo se naložbam v moralno sporna podjetja (orožarska industrija, jedrska tehnologija, tobačna).
- Indeksni vzajemni skladi (index funds); vlagajo v borzne indekse (S&P 500, NASDAQ, DAX).
- Mednarodni skladi (international funds); vlagajo v trge ene ali več tujih držav in tako razpršijo premoženje.
- Skladi skladov (funds of funds); vlagajo v enote premoženja drugih vzajemnih skladov.

3.2.2 Obvezniški vzajemni skladi

So ena bolj konzervativnih oblik vzajemnih skladov, tako da prinašajo relativno majhno donosnost ob praviloma majhnem tveganju. Predstavljajo predvsem alternativo dolgoročnemu varčevanju v bankah, kjer je v ospredju interes varnost in ne donos. V svetu se največ kapitala upravlja v dveh podskupinah obvezniških skladov.

- **Skladi državnih obveznic** (government bond funds); so praviloma varnejša oblika obvezniških vzajemnih skladov, saj za investiranje izbirajo obveznice držav z relativno visokim kreditnim ratingom. Izdajatelji teh obveznic so države oz. vlade držav, ki so politično in gospodarsko stabilne in je s tem verjetnost, da bodo obresti in glavnica obveznic plačani v roku, relativno visoka.
- **Skladi podjetniških obveznic** (corporate bond funds); so lahko tudi med seboj precej različni, odvisno od tega, v obveznice katerega podjetja vlagajo. Če so to stabilna, zrela podjetja, se donos takih obveznic le malo razlikuje od državnih. Če pa se vlaga v obveznice manj zanesljivih podjetij, lahko te prinesejo višje donose, ob seveda višjem tveganju (junk bonds).

3.2.3 Mešani vzajemni skladi

Cilj teh vzajemnih skladov je kombinacija varnosti in donosnosti. Naložbe so razdeljene tako med delnice kot tudi obveznice, pri čemer so nekateri mešani skladi delniško usmerjeni, kjer prevladujejo naložbe v delnice, drugi pa so obvezniško usmerjeni, kjer je več sredstev v

obveznicah. Naložbena politika mora biti opredeljena tudi v samem prospektu vzajemnega sklada. Ta vrsta skladov je najbolj primerna za vlagatelje, ki se s kapitalskimi trgi šele seznanjajo, zato ne preseneča dejstvo, da so bile ravno te vrste vzajemnih skladov v Sloveniji v preteklih letih najbolj popularne.

3.2.4 Vzajemni skladi denarnega trga

So najbolj konzervativna in tudi najbolj varna naložba v vzajemne sklade, saj investirajo v kratkoročne vrednostne papirje, kot so zakladne menice, bančni akcepti, bančna potrdila o vlogi, komercialni zapisi. Namenjene so kratkoročnim naložbam denarja, saj so to zelo likvidna vrsta naložbe. Posebnost teh vzajemnih skladov je, da ponavadi ne zaračunavajo vstopne in izstopne provizije, ampak le relativno nizko upravljavsko provizijo.

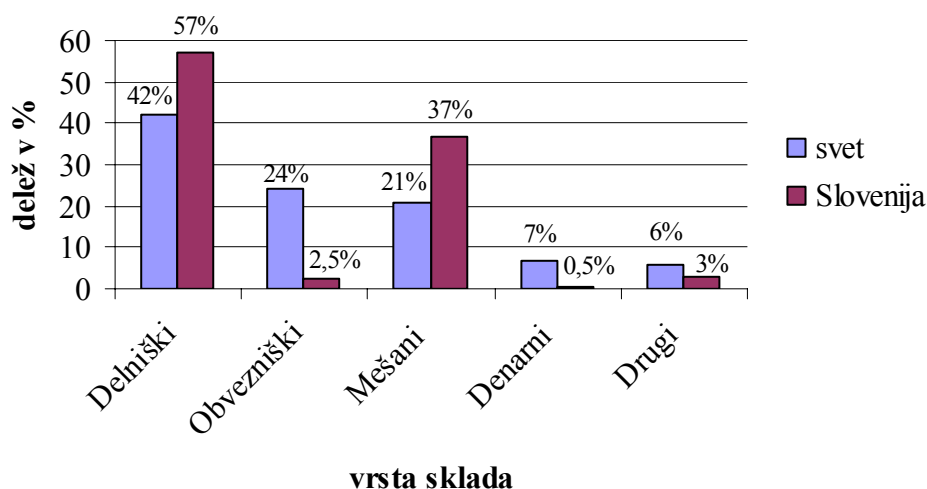
Zaradi svoje kratkoročne narave so zanimiva alternativa bančnim depozitom. Donosi so konkurenčni oziroma so običajno višji kot pri depozitih, hkrati pa vlagatelj vložena sredstva dvigne, kadarkoli želi. V Sloveniji smo prvi denarni vzajemni sklad dobili maja 2005 (KD MM), z njim upravlja KD Investments.

3.2.5 Razdelitev sredstev glede na vrsto sklada

V Sloveniji je po številu vzajemnih skladov največ takih, ki vlagajo v delnice različnih podjetij. Postavlja se vprašanje, zakaj slovenski vlagatelji največ investirajo v to vrsto vzajemnih skladov, ko pa vemo, da so najbolj tvegani. Odgovor lahko poiščemo v njihovi donosnosti. Slovensko gospodarstvo je bilo v zadnjem desetletju neprestano v vzponu, krivulja borznega indeksa SBI20 je doživela popravek navzdol šele v letu 2005. Tako so bili tudi vzajemni skladi, ki so vlagali v delnice slovenskih podjetij, deležni visokih rasti. Logična posledica je bila, da so vlagatelji nalagali svoje prihranke v delniške vzajemne sklade, saj so si obetali visoke donose. V Sloveniji je 57 odstotkov vseh skladov, ki imajo predvsem delniško strukturo naložb, po pričakovanju jim sledijo t. i. mešani vzajemni skladi, ki tudi večino svojih sredstev vlagajo v delnice podjetij.

Obvezniške sklade, posebej tiste, ki imajo na prvem mestu varnost, povprečni slovenski investitor spregleda. Tako se prihranki pogosto selijo iz banke v delniške sklade, ob tem pa se zanemarja preskok glede prevzetega tveganja. V svetu so npr. obvezniški skladi po številu takoj za delniškimi, v Sloveniji pa je njihov delež le 2,5 odstoten (glej Pril. 4).

Slika 4: Primerjava deležev vzajemnih skladov glede na tip v Sloveniji in svetu



Vir: Spletni portal vzajemnih skladov, 2006; Mutual Fund Fact Book, 2005.

Struktura vzajemnih skladov glede na naložbeno politiko je v svetu zelo podobna slovenski. Razlika se mogoče pojavlja le v namenu varčevanja. Medtem ko slovenski vlagatelji vlagajo oz. so vlagali v delniške sklade zaradi kratkoročno visokih donosov, v razvitih finančnih trgih vlagajo v te sklade dolgoročno, za kar naj bi varčevanje v teh skladih tudi bilo namenjeno. Delniški skladi naj bi dolgoročno dosegali v povprečju 10 % letno donosnost. V Sloveniji so odlični, dobri ali vsaj pozitivni rezultati postali sami po sebi umevni, s tem pa dajejo še vedno povprečno precej neukim, predvsem pa neizkušenim slovenskim vlagateljem poguma, ki nimajo racionalne podpore v argumentih in presegajo tolerančno mejo sprejemljivosti tveganja. Večina vlagateljev ne ve ali pa noče vedeti, da so v obdobju 1995-2000 takrat modni delniški tehnološki in »com« skladi realizirali podobne donose, letne pa tudi kumulativne petletne, vendar se je zgodba obrnila, saj so v obdobju 2000-2003 nekateri skladi izgubili tudi 70 do 80 odstotkov vrednosti (Lubej, 2006, str. 25).

3.3. Prednosti in slabosti vlaganja v vzajemne sklade

3.3.1 Prednosti vzajemnih skladov⁵

- **Široka razpršenost naložb** - Vzajemni skladi svoje premoženje razpršijo med veliko število različnih vrednostnih papirjev. S tem zmanjšajo t. i. nesistematično tveganje na minimalno raven. Mali investitor lahko relativno majhen vložek preko vzajemnega sklada razprši med več sto vrednostnih papirjev, medtem ko bi lahko sam s tem istim zneskom vlagal v bistveno manj različnih naložb in bil s tem izpostavljen večjemu tveganju.
- **Strokovno upravljanje z naložbami** - Naložbeno politiko in cilje investiranja upravljajo izkušeni strokovnjaki ter se odločajo na podlagi intenzivnih raziskav. Razpolagajo z

⁵ Povzeto po Bogle, 1994, str. 50.

znanjem, ki ga navaden investitor ponavadi nima. Tako so vlagatelji v vzajemne sklade upravičeni do rezultatov, ki jih ustvarjajo upravljavci skladov s skrbnim izbiranjem naložb v skladu z vnaprej določeno in javno objavljeno naložbeno politiko.

- **Likvidnost** - Je zmožnost dostopa do investiranega denarja in je bistvenega pomena za vlagatelja, ki lahko v sorazmerno kratkem času potrebuje denar, da lahko brez težav pride do svojih prihrankov. To zagotavlja tudi zakonska obveza, po kateri mora vsak vzajemni sklad imeti del naložb investiranih v kratkoročne vrednostne papirje in omogoča izplačevanje nenadnih povečanih izplačilnih zahtevkov.
- **Enostavnost in udobnost za investitorja** - Nanaša se na enostaven nakup točk vzajemnih skladov preko raznih posrednikov, bank, zavarovalnic ali neposredno od sklada. Upravljavci ponujajo različne vnaprej določene varčevalne načrte, program dodatnih vlaganj, enostavno izplačevanje in tudi pripravljane poročila za davčno službo.

3.3.2 Slabosti vzajemnih skladov

- **Stroški vzajemnega sklada** – Družbe za upravljanje zaračunavajo različne provizije in stroške pri upravljanju vzajemnega sklada. Tako poznamo vstopno, izstopno in upravljavsko provizijo s katerimi krijejo delovanje sklada.
- **Izguba nadzora nad kapitalskimi dobički** – V nasprotju z neposredno naložbo investitor izgubi nadzor nad kapitalskimi dobički. Pri neposrednem investiranju lahko posameznik natančno določi, kdaj bo in kdaj ne bo dosegel kapitalskega dobička ali kapitalске izgube, pri tem pa se upošteva tudi davčni vidik. Posamezni vlagatelj tako ne more sodelovati pri upravljanju sklada (Rowland, 1996, str.138).
- **Število vzajemnih skladov** – Iz dneva v dan se povečuje in njihovo število ni nič manjše od števila vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje. Tako trg vzajemnih skladov postaja vse bolj nepregleden in investitorju otežuje izbiro zelenega vzajemnega sklada.
- **Nezmožnost sodelovanja pri upravljanju sklada** – Posamezni investitor lahko na podlagi naložbene politike vzajemnega sklada, njegovih ciljev in preteklih donosov predvidi, kateri vzajemni sklad je zanj najbolj primeren. To pa je tudi vse, kar lahko naredi glede upravljanja, saj ne more vplivati na sestavo portfelja vzajemnega sklada. Vse v zvezi s tem upravlja družba za upravljanje neodvisno od želja investitorjev in lahko samo predvideva, da ravna v skladu z željami vlagateljev. Tukaj gre tudi za pomanjkanje osebnega stika med vlagatelji in upravljavci, saj se nikoli ne vidijo, kaj šele da bi razpravljali o naložbeni politiki sklada (Bogle, 1994, str. 55).

3.4. Stroški in provizije

Vlagatelji v vzajemne sklade se s pravili upravljanja vzajemnega sklada seznanijo tudi s stroški vlaganja v sklad in njegovega delovanja. Stroške lahko razdelimo v več tipov stroškov, njihov skupni znesek pa je še vedno relativno majhen. Zato lahko rečemo, da so vzajemni skladi najcenejši in najenostavnejši način sodelovanja na kapitalnem trgu za povprečnega vlagatelja.

Stroške pri vzajemnih skladih in posebnih vzajemnih skladih lahko razdelimo na vnaprej znane (vstopne, izstopne in upravljalvske provizije) in na vnaprej neznanne stroške, ki nastanejo zaradi poslovanja sklada.

Prva skupina vnaprej znanih stroškov v Sloveniji ni več regulirana z zakonom, kot je bila do januarja 2003. Stari zakon o investicijskih družbah je namreč vstopno in izstopno provizijo skupaj omejeval na največ tri odstotke, ki si jo je vzajemni sklad lahko obračunal samo enkrat, to je ob vstopu ali izstopu. Drugače je z upravljalvsko provizijo, ki se obračunava glede na čas (Lubej, 2004).

3.4.1 Vstopne in izstopne provizije

Vstopne provizije pri vzajemnih skladih v Sloveniji se gibljejo od nič do treh odstotkov, vlagateljem pa se obračunajo ob vplačilu v vzajemni sklad, vedno v določenem deležu vplačanega zneska. Podobno velja za izstopne provizije, ki se obračunajo, ko vlagatelj zahteva odprodajo enot. Nekateri vzajemni skladi imajo padajočo lestvico vstopnih provizij, v smislu: več denarja vložiš, manjša je provizija. Posebnost je najnovejši vzajemni sklad v Sloveniji po imenu Primus, ki predvideva tudi dodatne izstopne stroške v višini treh odstotkov za vlagatelje, ki bodo iz sklada izstopili prej kot v enem letu od začetka delovanja, vendar to ne velja za nove vlagatelje, ki so pristopili k pravilom po preoblikovanju sklada.

3.4.2 Upravljalvske provizije

Vse preveč pozornosti pri izbiri sklada namenjamo vstopni in izstopni proviziji. V resnici pa bi morala biti največje pozornosti deležna upravljalvska provizija. Pogosto jo spregledamo, kajti le-te ne občutimo neposredno, saj je vsakodnevno že obračunana v objavljeni vrednosti točke vzajemnega sklada s strani upravljalvca sklada. Tudi ta je vnaprej javno znana in objavljena v prospektih in pravilih vzajemnega sklada. Zavedati se moramo, da ima upravljalvska provizija med vsemi tremi vrstami provizij največji vpliv na končni donos. Kadar varčujemo daljše obdobje, pride še bolj do izraza in pomembno je, da je ta čim nižja. Po starem zakonu je bila omejena navzgor, in sicer je znašala maksimalno 2 odstotka, z novim zakonom pa je bila ta omejitev ukinjena. Višina upravljalvske provizije je odvisna tudi od načina upravljanja sklada. Če je ta upravljan pasivno, so provizije nižje, kot če je upravljan aktivno⁶.

Vlagatelj lahko nekaj prihrani pri vstopnih in izstopnih stroških. Prva možnost so varčevalni načrti, s katerimi se v zameno za nižje vstopne stroške zaveže k rednemu obročnemu vplačevanju v daljšem obdobju. Slaba stran tega je, če se izkaže, da sklad dosega slabe

⁶ Skladi se razlikujejo po tem, ali upravljajo premoženje aktivno ali pasivno; aktivno pomeni iskanje podcenjenih vrednostnih papirjev in tempiranje trga (prilagajanje premoženja gibanjem trga tako, da se premoženje seli med delnicami, trgom denarja in obveznicami) in s tem doseganje nadpovprečne donosnosti; pasivno pa pomeni naložbe v indekse in oblikovanje optimalnih premoženj (Novak, 2005, str. 43) in tako premoženje držijo v bolj ali manj nespremenjeni obliki, kar pomeni tudi manjše upravljalvske pa tudi transakcijske stroške.

rezultate in se vlagatelj kasneje premisli in preneha vplačevati. V takem primeru bo plačal več provizije, kot bi jo zunaj varčevalnega načrta. Druga možnost je, da vlagatelj izkoristi lestvice višine vstopne provizije; z višino zneska namreč odstotek pada. Ponekod lahko vlagatelji prihranijo tudi pri izstopni proviziji, kjer je ta odvisna od dobe varčevanja v skladu.

Po novem ZISDU-1 bodo lahko premoženje vzajemnega sklada bremenili naslednji stroški:

1. stroški posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev na organiziranih trgih vrednostnih papirjev (provizije in drugi stroški, ki jih je treba v zvezi z nakupom oz. prodajo plačati organizatorju organiziranega trga vrednostnih papirjev, klirinško-depotni družbi in borznemu posredniku);
2. stroški plačilnega prometa;
3. stroški revidiranja letnega poročila vzajemnega sklada;
4. stroški obveščanja imetnikov investicijskih kuponov po ZISDU-1;
5. davki in druge davščine v zvezi s premoženjem vzajemnega sklada oziroma s prometom s tem premoženjem;
6. stroški skrbniških storitev skrbnika.

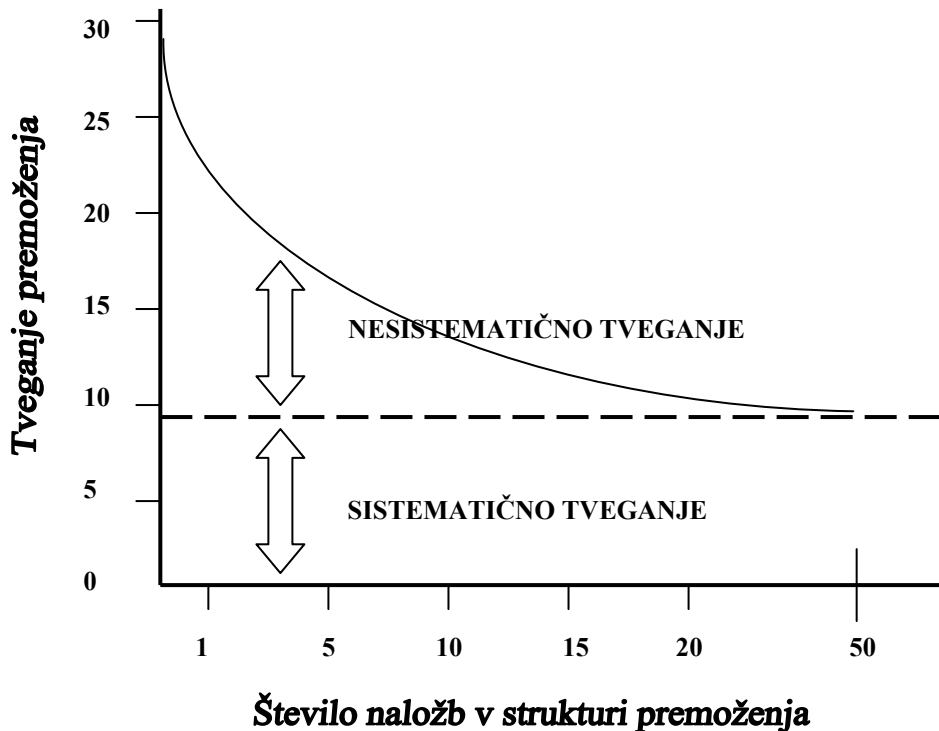
3.5. Tveganje vzajemnih skladov

Stopnja donosa za večino naložb ex-ante ni znana. Negotovost glede stopnje donosa lahko pomeni možnost velikih dobičkov ali izgub. Ta možnost se imenuje tveganje. Donosnost in tveganje sta navadno v obratnem sorazmerju. To pomeni, da mora biti investitor, če želi investirati v vzajemni sklad, ki ima v daljšem obdobju nadpovprečno visoko donosnost, navadno pripravljen nositi tudi nadpovprečno visoko tveganje (Zobavnik, 1995, str. 21). Prvi korak pri odločitvi o investiranju v vzajemne sklade je seznanitev s tremi glavnimi tipi tveganja, ki nastajajo pri tovrstnih naložbah (Rugg, 1986, str. 11).

a.) Tržno tveganje (market risk) pomeni tveganje zaradi splošnih gibanj na trgu kapitala. To tveganje se včasih imenuje tudi **sistematično tveganje** (systematic risk), ki je odvisno od splošnih gospodarskih pogojev in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti (Berk, Lončarski, Zajc, 2002, str. 60). Ta tveganja vključujejo sedanje in morebitne prihodnje težave v gospodarstvu, politična nestabilnost, sprememba davčne zakonodaje in ostala podobna tveganja, ki se jim investitor ne more izogniti.

Obstaja pa tudi **nesistematično tveganje** (unsystematic risk), ki se ga lahko odpravi z razpršitvijo premoženja. To tveganje se zmanjšuje z dodajanjem novih naložb.

Slika 5: Tveganje premoženja - sistematično in nesistematično tveganje



Vir: Ross, Westerfield, Jaffe, 1993, str. 381.

- b.) Tveganje spremembe obrestne mere** (interest rate risk) – ta vrsta tveganja se pojavlja predvsem pri obvezniških vzajemnih skladih, saj se po definiciji tržna vrednost obveznice zmanjšuje, ko naraščajo obrestne mere, in obratno se tržna vrednost povečuje, ko obrestne mere padajo. Občutljivost cene obveznice na nihanje obrestne mere je večja, če je obdobje do dospelja obveznice v plačilo daljše in če je nižja kuponska stopnja obveznice.
- c.) Likvidnostno tveganje** (liquidity risk) se pojavlja, kadar DZU ni sposoben izplačevati zahtev po vnovčevanju točk vzajemnega sklada. Likvidnostno tveganje je odvisno od strukture ter politike naložb vzajemnega sklada oziroma od finančnih trgov. Da bi se izognili temu tveganju, ima DZU del naložb plasiranih v visoko likvidne naložbe. Odstotek teh hitro unovčljivih sredstev se določi glede na dinamiko vplačil ter izplačil določenega vzajemnega sklada.
- d.) Tveganje spremembe kupne moči** (purchasing power risk) oz. tveganje inflacije. Inflacija zmanjšuje kupno moč in jo je potrebno upoštevati predvsem pri dolgoročnih oblikah varčevanja.

3.6. Davčni vidik vlaganja v vzajemne sklade

Investicijski kupon vzajemnega sklada se v skladu s 86. členom Zakona o dohodnini (Zdoh-1, 2004) šteje za kapital, tako da je kapital v primeru unovčitve obdavčen v okviru pravil o dobičku iz kapitala po Zdoh-1.

Za obdavčljivo odsvojitvev kapitala (investicijskega kupona) po 87. členu Zdoh-1 se šteje vsaka odsvojitvev kapitala, kot je zlasti prodaja kapitala, dajanja kapitala v dar, zamenjava kapitala, unovčitev investicijskega sklada ter izplačilo sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru likvidacije vzajemnega sklada.

Davčna osnova je razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in valorizirano vrednostjo kapitala ob pridobitvi. Ob pridobitvi investicijskega kupona se vrednost ugotovi kot znesek vplačila v vzajemni sklad, zmanjšan za znesek vstopne provizije. Nabavna vrednost investicijskega kupona se za čas od koledarskega leta pridobitve do koledarskega leta odsvojitve uskladi s koeficientom rasti cen življenjskih potrebščin v Sloveniji, če je bila odsvojitve izvršena po preteku enega leta od pridobitve. V vrednost investicijskega kupona ob pridobitvi se vštejejo tudi stroški provizije, ki jih je zavezanec plačal družbi za upravljanje.

Vrednost investicijskega kupona ob odsvojitvi je enaka zmnožku števila enot premoženja in vrednosti enote premoženja ob izplačilu iz vzajemnega sklada. Vrednost investicijskega kupona ob odsvojitvi se zmanjša za provizijo, ki jo je zavezanec plačal družbi za upravljanje. Provizije, ki jih je zavezanec plačal družbi za upravljanje, se priznavajo v višini dejanskih stroškov, vendar ne več kot 1 % od nabavne vrednosti kapitala ob pridobitvi oziroma od vrednosti kapitala ob odsvojitvi.

Za nabavno vrednost investicijskih kuponov, pridobljenih pred 1. januarjem 2003, se šteje vrednost na dan 1. januarja 2006. S primerom povedano, če boste prodali kupon vzajemnega sklada 1.2.2006 po 10.100 SIT, medtem ko bo tržna vrednost tega kupona (ker ga imate že več kot 3 leta, pomeni, da ste ga kupili pred 1.1.2003) 10.000 SIT, bo znašala davčna osnova (in davčna stopnja 20 %) le 100 SIT.

Od dobička iz kapitala se dohodnina plača in izračuna od davčne osnove v višini 20 %, pri čemer se vsakih dopolnjenih 5 let imetništva kapitala stopnja zniža za 5 %, torej znaša po dopolnjenih:

- petih letih imetništva kapitala 15 %;
- po desetih letih imetništva kapitala 10 %;
- po petnajstih letih 5 %;
- po dvajsetih letih imetništva kapitala 0 %.

Tako bo kapitalski dobiček vzajemnega sklada neobdavčen šele po dvajsetih letih, s tem so bistveno podaljšali obdobje, saj je bil do sedaj kapitalski dobiček neobdavčen že po treh letih

imetništva kupona vzajemnega sklada. To je še en dokaz, da so vzajemni skladi namenjeni dolgoročnemu varčevanju, ne pa kratkoročnim špekulativnim namenom.

3.7. Agencija za trg vrednostnih papirjev

Agencija za trg vrednostnih papirjev je ponavadi javna, neodvisna organizacija, ki jo poznajo predvsem anglosaksonski finančni sistemi in je zadolžena za urejanje in nadzor trga kapitala. V skladu s slovensko zakonodajo je agencija zadolžena za opravljanje nalog v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji, kot to določajo Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, Zakon o prevzemih in Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih. Agencija za trg vrednostnih papirjev je bila ustanovljena 13. marca 1994. Njen položaj je natančno določen z ZTVP-1 in z njenim pravilnikom. Agencija je zato kot pravna oseba samostojna in neodvisna pri izvrševanju svojih nalog in pristojnosti, o svojem delu pa letno poroča Državnemu zboru Republike Slovenije.

Vloga agencije za trg vrednostnih papirjev je, da:

- DZU izda dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov;
- DZU izda dovoljenje za opravljanje posameznega investicijskega sklada;
- članom uprave DZU izdaja dovoljenje za opravljanje funkcije člana uprave;
- tekoče spremlja poslovanje DZU in investicijskih skladov na podlagi njihovih dnevnih, mesečnih, polletnih in letnih poročil;
- po zakonu ima pravico do vpogleda v poslovne knjige DZU in investicijskih skladov, da nadzira zakonitost poslovanja;
- če bi DZU kršil zakone, bi mu Agencija odvzela dovoljenje z upravljanje. Vzajemni sklad pa bi prenesla na drugi DZU in tako poskrbela za nemoteno poslovanje premoženja sklada.

Njena organa sta:

- strokovni svet, katerega člane imenuje vlada RS na predlog finančnega ministra;
- direktor Agencije, ki ga prav tako imenuje in razrešuje vlada RS za dobo pet let.

Agencija ima naslednje pristojnosti:

- Izdaja dovoljenja za poslovanje finančnih institucij po ZTVP in ZISDU za borze, klirinško depotne družbe (KDD), borznoposredniške družbe, družbe za upravljanje investicijskih skladov, investicijske sklade (pooblaščenice investicijske družbe in vzajemne sklade); za javno ponudbo vrednostnih papirjev; izdaja dovoljenja borznim posrednikom za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji in članom uprav družb za upravljanje,
- nadzoruje izvajanje javne ponudbe na primarnem trgu, nadzoruje na sekundarnem trgu poslovanje pooblaščenih udeležencev trga, nadzoruje poslovanje borze in KDD pri trgovanju na podlagi notranjih informacij ter nadzoruje druge osebe, ki opravljajo storitve

v zvezi z vrednostnimi papirji brez dovoljenja Agencije oziroma, ki objavljajo oglase, s katerimi reklamirajo storitve v zvezi z vrednostnimi papirji,

- pripravlja podzakonske akte, ki pomenijo pravno podlago za regulacijo, kontrolo in razvoj trga vrednostnih papirjev,
- pripravlja in vodi javne registre in druge podatke s področja trga vrednostnih papirjev.

4. KD INVESTMENTS

4.1. Zgodovina podjetja

Novembra leta 1992 je bil sprejet Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, ki je utemeljil lastninjenje družbenih podjetij. V Sloveniji je na razvoj kapitalskega trga odločilno vplival izbrani model certifikatske privatizacije (Monografija ob 10. obletnici KD, 2005, str. 6). Slovenija se je po nasvetu nekaterih tujih svetovalcev odločila za množično razdelitveno privatizacijo, katere del se je odvil tudi preko pid-ov. Ti so od države dobili pooblastilo za zbiranje certifikatov, s temi sredstvi pa so kupovali deleže podjetij, ki so se lastnili. Pri zbiranju certifikatov so bili zelo uspešni, saj so vlagatelji verjeli, da je razpršenje premoženja smiselno, poleg tega je bila v nekaterih primerih to celo edina možnost. Pri kupovanju premoženja za certifikatske delnice pa so bili nekoliko manj uspešni. Vsa leta so se namreč ukvarjali s privatizacijsko luknjo.

Z namenom zbiranja lastninskih certifikatov je bila leta 1994 ustanovljena Kmečka družba d.d.. Ustanovila je štiri pooblašene investicijske družbe: PID Kmečki sklad 1 d.d., PID Kmečki sklad 2 d.d., PID Kmečki sklad 3 d.d. in PID Kmečki sklad 4 d.d., v katere je vložilo svoje certifikate 109.357 delničarjev (Interno gradivo Skupine KD Group, 2005, str. 5).

Leta 1996 Kmečka družba d.d. prevzame v upravljanje najstarejši slovenski vzajemni sklad – Galileo (1. januarja 1992 ga ustanovi borznoposredniška družba PM&A BPD d.d., kasneje ga upravlja Beta Invest d.o.o.). Pogodbo o prenosu upravljanja vzajemnega sklada Galileo podpiše Kmečka družba d.d. z Beta Invest d.o.o. 1. septembra 1995. 31. januarja 1996 izda ATVP odločbo o izdaji dovoljenja za prevzem v upravljanje vzajemnega sklada Galileo.

Kmečka družba d.d. postane upravljavec dela štirih Dadasovih vzajemnih skladov, Rastko I., Neli II., Diver in Herman Celjski. 20. junija 1996 ATVP izda odločbo o izdaji dovoljenja Kmečki družbi d.d. za prevzem v upravljanje dela premoženja Dadasovih vzajemnih skladov. Isti dan sledi podpis pogodbe s Proficio Dadas d.o.o. o prevzemu upravljanja dela premoženja (13 % vlagateljev) omenjenih vzajemnih skladov. Kmečka družba d.d. del sredstev 4 Dadasovih vzajemnih skladov združi v en vzajemni sklad in ga isti dan razdruži na 2 vzajemna sklada, Rastko in Bond.

Kmečka družba d.d., avgusta leta 2000 kot prva slovenska družba za upravljanje pridobi dovoljenje za investiranje sredstev svojih vzajemnih skladov na tuje borze.

V novembru leta 2001 delničarji družb KD Group d.d. (prej Skupina Kmečka družba d.d.) in KD Investments d.d. (prej Kmečka družba d.d.) sprejmejo na ločenih skupščinah delničarjev sklep o vključitvi družbe za upravljanje KD Investments d.d. v finančno družbo KD Group d.d., na podlagi prevzema z javno ponudbo. Izključenim delničarjem se izplača odpravnina v delitvenem razmerju 1:4, kar pomeni, da za 1 delnico KD Investments d.d. pridobijo delničarji 4 delnice KD Group d.d. (Letno poročilo skupine KD Group, 2004, str. 24).

Decembra 2003, družbe KD Group d.d., KD Holding d.d. in KD Investments d.o.o. prejmejo certifikat kakovosti ISO 9001:2000. Družba za upravljanje KD Investments d.o.o. je prva slovenska družba za upravljanje, ki uskladi svoje poslovanje tudi skladno z zahtevami standardov odličnosti ISO.

Aprila 2005 je družba KD Investments prejela odločbo Agencije za trg vrednostnih papirjev z dovoljenji za ustanovitev dveh novih vzajemnih skladov. Gre za KD Prvi izbor, vzajemni sklad delniških skladov, in KD MM, vzajemni sklad denarnega trga. Leto 2006 se je začelo z ustanovitvijo treh novih vzajemnih skladov, ki pa so vsi geografsko usmerjeni. Največ prahu je dvignil delniški vzajemni sklad KD Balkan, saj je že prvi dan dosegel 17 % rast vrednosti enote premoženja. Naslednja dva vzajemna sklada sta KD Novi trgi ter KD Severna Amerika. Za to leto pa je predvidena ustanovitev še dveh novih vzajemnih skladov.

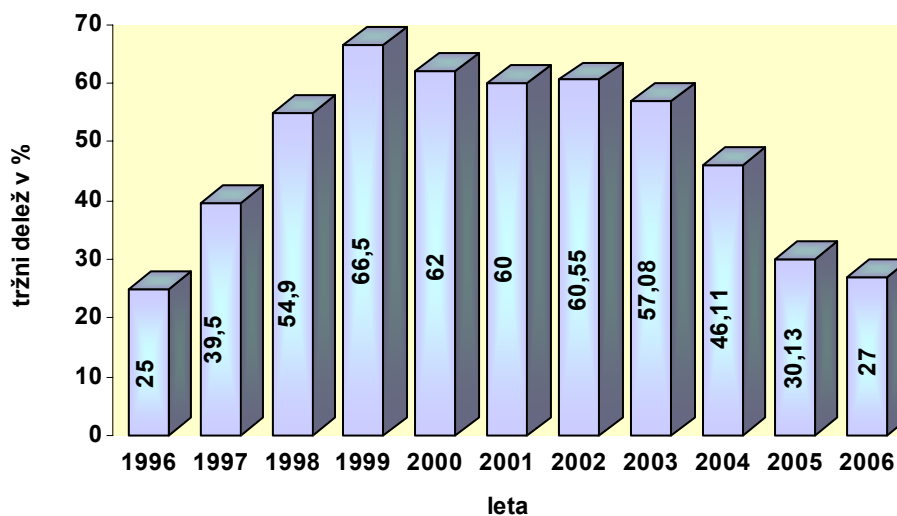
4.2. Poslovanje podjetja in tržni delež

Podjetje KD Investments je ena najbolj prepoznavnih družb za upravljanje v Sloveniji. Za seboj ima namreč skorajda 15-letno zgodovino delovanja na slovenskem finančnem trgu. V tem času je uspešno upravljala s svojimi vzajemnimi skladi in si tako pozicionirala svoje ime kot uspešna družba za upravljanje. Pri tem mu je pomagala tudi dodelana trženjska strategija ter razvejana mreža finančnih točk⁷ in pooblaščenih prodajnih enot, razporejenih po vsej Sloveniji, preko katerih trži tako svoje finančne produkte in tudi sklade drugih upravljavcev.

Njihovo uspešno delovanje lahko vidimo po še vedno vodilnem tržnem deležu v slovenskem finančnem prostoru, čeprav se je ta v zadnjem času občutno zmanjšal. Razloga sta dva; prvi razlog je velika ponudba novih skladov tujih in domačih upravljavcev, drugi razlog pa je preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade (Androjna, 2006, str. 6).

⁷Finančne točke nudijo celotni nabor storitev v zvezi z vsemi skladi, ki jih tržijo (skladi KD Investments in tudi drugih upravljavcev), borzne storitve - posredovanje pri nakupu in prodaji papirjev, informacije o upravljanju premoženja ter informacije o zavarovanjih pri zavarovalni hiši Slovenica.

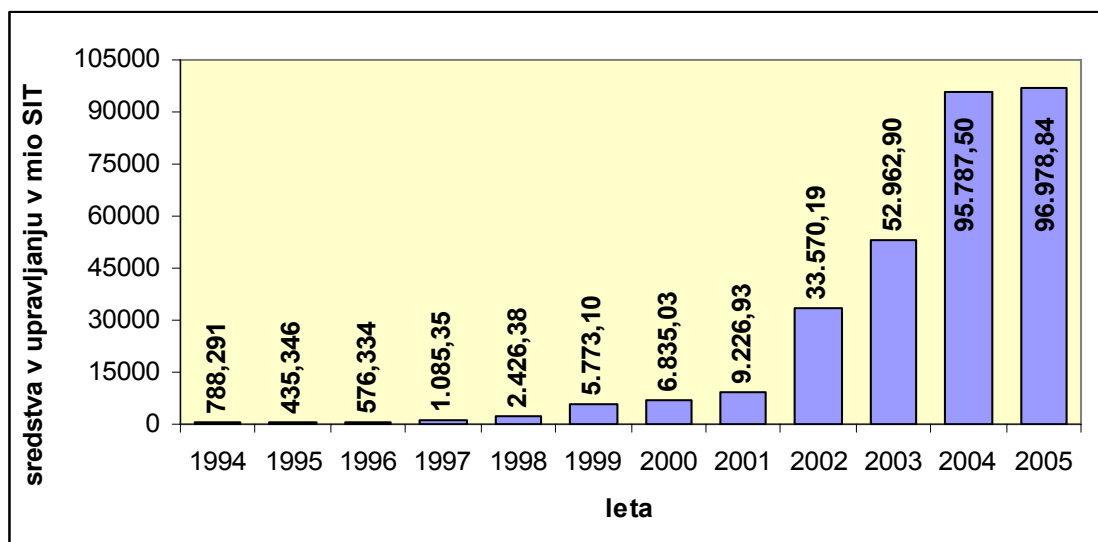
Slika 6: Gibanje tržnega deleža KD Investments v zadnjih desetih letih v odstotkih



Vir: Spletni portal vzajemnih skladov, 2006; Lastni prikaz.

Tržni delež se je samo v zadnjih treh letih več kot prepolovil. V sredini leta 2006 je družba upravljala s slabimi 96 milijardami SIT sredstev, ki pa se niso bistveno povečala od leta 2004. Zaskrbljujoč je celo trend negativnega neto denarnega toka v zadnjih dveh letih. V začetku leta 2006 so odlivi iz vzajemnih skladov presegli prilive za dobrih 5 mrd SIT. Ta negativni trend poskušajo prekiniti s ponudbo novih t. i. modnih skladov, usmerjenih na tuje trge, saj so v dobrih treh mesecih ustanovili pet novih skladov.

Slika 7: Višina sredstev v upravljanju KD Investments v letih 1994-2005 v mio SIT



Vir: Sredstva v upravljanju vzajemnih skladov KD Investments, 2006; Lastni prikaz.

Če pogledamo, kaj se je dogajalo z višino sredstev v upravljanju od začetka delovanja družbe, lahko vidimo, da se prvih pet let stanje ni bistveno spremenilo in je le počasi raslo. V letu 1995 je bil opazen celo padec sredstev, kar sovpada z dogodki v tem času (afeta Dadas), in

tudi nezaupanje vlagateljev v to obliko naložb. Slika se obrne po letu 2001 tudi že iz znanih razlogov (prevzemi podjetij ...), saj je bilo na prehodu v leto 2002 opaziti največje relativno povečanje sredstev, kar za 268 %. Absolutno gledano se je v letu 2004 glede na leto 2003 priteklo v KD-jeve sklade dobrih 43 mrd SIT in je predstavljalo 37,5-odstotni delež sredstev v vseh vzajemnih skladih na slovenskem trgu. Močno pa jih je prizadel odliv sredstev iz tako imenovanih »starih skladov«, predvsem KD Galilea in KD Rastka, ki sta beležila milijardni odliv sredstev v letu 2005.

4.2.1 Usmeritev na trge JV Evrope

Po evforičnih letih 2001-2004 je prišlo leto streznitve, saj visoki donosi kakršnih so bili navajeni ljudje, ki smo jim bili priča v teh letih, ne morejo rasti v nedogled. To je pokazal tudi indeks SBI20, ki se je v začetku leta 2005 obrnil navzdol in s tem naznanil konec »bikovskega trenda«. Temu primerno so odreagirali vlagatelji, saj so svoje premoženje začeli seliti iz tako imenovanih starih skladov v nove oblike vzajemnih skladov, ki so vlagali v razvijajoče se trge s potencialno visokimi donosi. V nekem smislu so projicirali slovensko zgodbo o uspešnem razvoju finančnega trga na razvijajoče se trge, predvsem JV Evrope.

Razlogov za pohod domačih upravljavcev skladov na t. i. balkanske trge je več. Po eni strani ni več omejitev za vlaganja na te trge, po drugi pa jih k temu silijo tudi tuji upravljavci, ki že ponujajo veliko bolj tvegane in donosne produkte. Skupno vsem tem državam je, da se jim obeta vstop v Evropsko unijo, kar pomeni, da se ureja zakonodaja in regulativa na področju poslovanja z vrednostnimi papirji. To pa pomeni še lažji dostop za naložbe v te trge, nove investicijske priložnosti in nadaljnjo pospešeno rast vrednostnih papirjev in s tem posledično tudi vzajemnih skladov.

Obeti za prihodnost so pozitivni, toda vse ni tako svetlo, kot se morda zdi na prvi pogled. Trgi so še vedno precej nelikvidni v primerjavi z razvitimi ameriškimi in zahodnoevropskimi trgi in tako lahko pride do problemov pri izplačevanju sredstev vzajemnega sklada, zato vzajemni skladi največkrat vlagajo v t. i. »blue chipe«. Tudi regija kot celota je že pregovorno politično nestabilna, kar se lahko odraža v negativnih vplivih na trg kapitala (Huber, 2006, str. 80-81).

KD Group se je zgodaj zavedel investicijskih priložnosti v tem delu Evrope. Tako že leta 2002 kupi in postane 100-odstotni lastnik hrvaške družbe za upravljanje Fondinvest d.o.o. in jo preimenuje v KD Investments d.o.o, ki danes upravlja s tremi vzajemnimi skladi, in sicer z najstarejšim hrvaškim skladom KD Victoria, ki je delniško usmerjen, KD Adria Bond in pa KD Balanced z uravnoteženo strukturo naložb.

Leto kasneje KD Group d.d. pridobi dovoljenje bolgarskega regulatornega organa za ustanovitev lokalne družbe z dejavnostjo upravljanja investicijskih skladov. KD Group d.d 27. oktobra 2003. na pristojnem sodišču v Bolgariji registrira družbo za upravljanje KD Investments EAD, Sofija, in upravlja z vzajemnim skladom KD Pelikan, ki ima uravnoteženo politiko investiranja. Je ena prvih družb za upravljanje v Bolgariji v 100-odstotni tuji lasti.

S svojo strategijo širjenja svojega vpliva na omenjene trge leta 2004 ustanovi in registrira novo hčerinsko družbo v Romuniji, KD Investments Romania S.A. in začne upravljati z vzajemnim skladom KD Maximus. Zadnja širitev je bila v letu 2005, ko je KD Investments dobil dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za ustanovitev hčerinske družbe na Slovaškem. Tam je v tem istem letu začel uspešno tržiti uravnoteženi vzajemni sklad KD Prosperiteta.

5. VZAJEMNI SKLADI KD INVESTMENTS

KD Investments ima aprila 2006 v upravljanju 8 vzajemnih skladov. Kot je bilo že omenjeno, se podjetje lahko pohvali z najstarejšim vzajemnim skladom, katerega začetki segajo v leto 1992, to je KD Galileo, vzajemni sklad fleksibilne strukture naložb⁸, ki ga je takratna Kmečka družba dobila v upravljanje 15. marca leta 1996. Avgusta tega leta sta bila ustanovljena še dva nova sklada, delniški vzajemni sklad KD Rastko ter obvezniški vzajemni sklad KD Bond. Vsi trije vzajemni skladi so nosili predpono »posebni vzajemni sklad⁹«, dokler se niso uskladili z novo zakonodajo. Kot zadnji je svoje poslovanje uskladil vzajemni sklad KD Galileo marca 2005.

Po skoraj desetletju je KD Investments v letu 2005 zaprosil ATVP za dovoljenje ustanovitve dveh novih vzajemnih skladov. Z dovoljenjem agencije ju je podjetje začelo tržiti v aprilu oz. maju 2005. To sta bila sklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, in KD MM, sklad denarnega trga. Ustanovljena sta bila kot prva v Sloveniji glede na njuno naložbeno politiko.

Trend ustanavljanja novih skladov se še nadaljuje, saj so samo v prvih štirih mesecih leta 2006 trgu ponudili tri geografsko specializirane vzajemne sklade, katerih že samo ime pove, na katera področja investirajo; to so KD Balkan, KD Severna Amerika ter KD Novi trgi. Slednji vlaga v razvijajoče se trge Južne Amerike, Azije, JV in Srednje Evrope ter Afrike. Ker se v podjetju zavedajo, da morajo slediti konkurenci in trendu ponudbe čim več različnih vzajemnih skladov, načrtujejo ustanovitev še dveh vzajemnih skladov. Oba bosta ravno tako specializirana, in sicer eden na tehnološkem, drugi pa na energetske trgu.

5.1. Naložbena politika vzajemnih skladov KD Investments

Analizo vzajemnih skladov bom začel z naložbeno politiko, saj je ravno ta ključnega pomena pri upravljanju. Kakor določa ZISDU-1 (3. odstavek II. člena), mora biti sama struktura

⁸ Fleksibilna struktura naložb je politika investiranja, pri katerem so sredstva v obdobju pozitivnih gibanj na delniških trgih naložena pretežno v delnice, v obdobjih manj ugodnih razmer na delniških trgih pa prerazporedi portfelj v druge oblike naložb, kot so dolžniški vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga. V izrednih razmerah, če to narekujejo tržne razmere, vzajemni sklad nima naložb v delnice (Prospekt vzajemnega sklada KD Galileo, 2005, str. 12).

⁹ 13. in 14. odstavek 235. člena (ZISDU-1, 2002) določata, da morajo vzajemni skladi v prehodnem obdobju do popolne uskladitve poslovanja z novim zakonom v svojem imenu nositi označbo »posebni« vzajemni sklad.

naložb opisana v prospektu vzajemnega sklada ter v pravilih upravljanja, sam sklad pa mora vsebovati označbo, iz katere je razvidno, kam investira svoja sredstva. Od naložbene politike je odvisna donosnost in tveganje sklada ter omogoča vlagatelju, da se odloči za naložbo v tisti vzajemni sklad, ki ponuja takšno strukturo naložb, ki je v skladu z njegovimi investicijskimi preferencami.

Naložbena politika predstavlja osnovo v procesu investiranja, ki se v končni fazi odrazi v določitvi temeljnih vrst finančnih naložb, ki so primerne za posamezni vzajemni sklad. Skratka, je kombinacija investicijske filozofije upravljavca ter dolgoročnega strateškega planiranja (Sharpe, Alexander, Baily, 1999, str.11-14).

Da bi se upravitelji vzajemnega sklada izognili izpostavljenosti prevelikemu tveganju, zakon določa nekatere omejitve pri naložbah, ki se razlikujejo glede na tip vzajemnega sklada. Predvideva tudi največjo dovoljeno izpostavljenost do posamezne osebe in tako zagotavlja, da so sredstva vzajemnega sklada dovolj razpršena ter se jim tako zmanjša tveganje iz naslova koncentracije sredstev v določenem subjektu. Zakon tako predvideva:

- a.) vzajemni sklad ima lahko največ 5 % sredstev vloženih v vrednostne papirje ali instrumente denarnega trga, izdane s strani posameznega izdajatelja¹⁰;
- b.) vzajemni sklad ne sme imeti več kot 20 % svojih sredstev vloženih v depozite pri posamezni kreditni ustanovi;
- c.) DZU za račun vzajemnih skladov, ki jih upravlja, skupno ne sme pridobiti deleža delnic z glasovalnimi pravicami, z uresničevanjem katerih bi lahko pomembneje vplival na upravljanje oziroma upravo izdajatelja vrednostnega papirja. Tako posamezni DZU preko vzajemnih skladov ne sme prekoračiti 20 % deleža delnic z glasovalno pravico.

5.1.1 Naložbeni cilji ter politika investiranja vzajemnih skladov

V podpoglavju 5.1 sem predstavil nekatere zakonsko določene omejitve glede izpostavljenosti vzajemnih skladov. Poleg teh omejitev ima vsak vzajemni sklad posebej opredeljene pogoje investicijskih ciljev. V tem sklopu se bom posvetil gibanju in spremembam naložb posameznih vzajemnih skladov ter poskušal razložiti gibanje sprememb v strukturi naložb skozi različna obdobja delovanja.

Naložbeni cilj vzajemnega sklada KD Galileo je kapitalska rast, dosežena s prejemki od dividend iz lastniških naložb in obresti iz dolžniških naložb ter z dobički iz naslova kapitalske rasti naložb. Kot je zapisano v prospektu vzajemnega sklada KD Galileo, bo najmanj 70 % sredstev nalagal v vrednostne papirje ter druge finančne instrumente, s katerimi se trguje na

¹⁰ Določbe alinej ne veljajo za tržne vrednostne papirje in instrumente denarnega trga, katerih izdajatelj je oziroma za katere jamči Republika Slovenija ali organi regionalnih ali lokalnih skupnosti Republike Slovenije, posamezna država članica Evropske unije ali organi njenih regionalnih, lokalnih skupnosti, država članica Evropskega gospodarskega območja (EEA) ali katera od primerljivih držav OECD.

področju članic Evropske unije in EFTE¹¹ (ta omejitev velja tako za vzajemni sklad KD Rastko kot KD Bond). Odstotek naložb v depozite in instrumente denarnega trga, s katerimi se običajno trguje na denarnem trgu, ne sme presegati 40 % sredstev.

Vzajemni sklad KD Rastko mora ravno tako 70 % sredstev imeti v vrednostnih papirjih ter drugih finančnih instrumentih, s katerimi se trguje na področju članic Evropske unije in EFTE. V lastniške vrednostne papirje in investicijske sklade, katerih investicijska politika določa nalaganje pretežno v lastniške vrednostne papirje, mora biti naloženih najmanj 70 % sredstev sklada. Odstotek naložb v dolžniške finančne instrumente in investicijske sklade, katerih naložbena politika določa nalaganje pretežno v dolžniške finančne instrumente, zavzema največ 30 % sredstev.

Najmanjši odstotek naložb v dolžniške vrednostne papirje, denarne depozite in instrumente denarnega trga za vzajemni sklad KD Bond znaša 70 % vrednosti naložb. KD Prvi izbor, sklad skladov, določa investiranje najmanj 90 % sredstev v naložbe enot vzajemnih skladov oziroma delnice drugih investicijskih skladov.

Najbolj likviden vzajemni sklad KD MM, sklad denarnega trga, po pričakovanju namenja najmanj 90 odstotkov sredstev v instrumente denarnega trga, s katerimi se običajno trguje na denarnem trgu ali organiziranem trgu vrednostnih papirjev, v druge instrumente denarnega trga ter denarne depozite.

Na prikazu gibanja naložb vzajemnih skladov (glej Pril. 5) KD Galileo, KD Rastko ter KD Bond v različne investicijske instrumente lahko vidimo, kako so se deleži posameznih naložb spreminjali skozi leta. Najbolj opazna sprememba v strukturi naložb je opazna pri vzajemnih skladih KD Galileo in KD Rastko, in sicer pri naložbah v tuje delnice med letoma 2005 ter 2006, saj se je delež naložb v tuje delnice pri KD Galileo povečal za 15,5 odstotnih točk ter je januarja 2006 znašal slabih 25 % vseh sredstev tega vzajemnega sklada, pri KD Rastko pa za 23,5 odstotnih točk in se je delež v januarju 2006 povzpел na 32,5 % sredstev tega sklada. Ti deleži pa se še povečujejo. Razlog za tako povišanje naložb v tuje delnice je odprava zakonske omejitve, ki je določala 10-odstotno mejo naložb izven slovenskega finančnega trga. Posledica tega ukrepa je povsem razumljiva, saj sta tako ta dva vzajemna sklada dobila nove naložbene možnosti investiranja na razvite in razvijajoče se tuje trge in bolje razpršila svoje naložbe, saj sta do tedaj usodo v večji meri delila skupaj z dogajanjem na slovenskem finančnem trgu. Drugi razlog za ta premik sredstev v tujino lahko iščemo v slabi likvidnosti domačega trga, saj se ne more primerjati z razvitimi finančnimi trgi.

Struktura naložb vzajemnih skladov se je skozi posamezna leta stalno spreminjala. To spreminjanje kaže na to, da so ti skladi aktivno upravljani ter iščejo optimalno razporeditev sredstev vzajemnega sklada znotraj danih omejitev, ki so zapisane v prospektu upravljanja.

¹¹ European Free Trade Association - Evropsko združenje za prosto trgovino. Članice te organizacije so: Islandija, Liechtenstein, Norveška in Švica.

Tako lahko sklepamo, kaj se je v posameznem obdobju dogajalo na slovenskem finančnem trgu. Tako ni presenetljivo, da sta imela tako vzajemni sklad KD Galileo kot KD Rastko v letu 2002 največ sredstev vloženih prav v slovenske lastniške vrednostne papirje, saj sovpadajo s takratnim borznim dogajanjem na slovenskem kapitalskem trgu (glej opomba št. 3, str. 7). Tako je imel KD Galileo kar 90 % svojih sredstev naloženih v prejšnjem stavku omenjene naložbe, KD Rastko pa slabih 92 % sredstev.

V začetku leta 2005 je dogajanje na Ljubljanski borzi doživelo korekturo navzdol, to je razvidno tudi v spremembi naložb. Da bi se zavarovali pred nadaljnjim padanjem tečajev, so zajeten delež lastniških vrednostnih papirjev pri KD Galileo preusmerili v obveznice ter depozite. Junija leta 2005 je bil zabeležen največji delež sredstev naložen v obveznice in je znašal dobrih 35 %. Podobno je bilo pri KD Rastku, pri katerem je v juniju 2005 9,38 % sredstev predstavljalo naložbe v obveznice.

Gibanje naložb v obveznice in denarne depozite lahko razložimo tudi s teorijo, ki pravi, da se cene obveznic gibajo v obratnem sorazmerju z gibanjem obrestnih mer na trgu. Kadar obrestne mere rastejo (padajo), cene obveznic padajo (rastejo) (Fabozzi, 2001, str. 22). Velik delež povečanja denarnih sredstev v letu 2005 v vseh treh predstavljenih vzajemnih skladih kaže na povečanje likvidnih sredstev, ko je pričakovati, da se bo zaradi neugodnih razmer na kapitalskih trgih del sredstev začel umikati iz vzajemnih skladov. To se je dejansko tudi začelo dogajati, saj sta predvsem KD Galileo ter KD Rastko beležila rekorden odliv sredstev.

5.1.2 Geografska usmerjenost naložb in delež največjih naložb v posamezne subjekte

Po spremembi zakonodaje je začelo podjetje KD Investments po pričakovanju iskati investicijske priložnosti zunaj mej slovenskega prostora. Vsi vzajemni skladi (izjema je denarni sklad KD MM, ki ima vsa sredstva naložena v slovenskem finančnem prostoru) so izkoristili možnost večje razpršitve naložb ter posledično zmanjšanje tveganosti.

KD Rastko, KD Galileo in KD Bond so imeli še v začetku leta 2005 kvečjemu 10 % sredstev naloženih v tujini. Do aprila leta 2006 se je geografska naložbena struktura močno spremenila. Tako ima vzajemni sklad KD Rastko v aprilu 2006 le še 45 % sredstev naloženih na domačem trgu in se je v dobrem letu prepolovil, nasprotno vse večji pomen dobivajo naložbe v tujino, katerih ima KD Rastko 55 %. KD Galileo in KD Bond imata dobro polovico sredstev v Sloveniji, 46 % pa imata plasiranih v tujini. Nemčija in Francija sta državi, v katerih imajo omenjeni skladi največ investicij in se pri vseh skladih giblje okrog 10 %. Pri tem velja omeniti, da vzajemni skladi KD Investments investirajo le v tiste vrednostne papirje, s katerimi se trguje na borzah, ki so polnopravne članice svetovnega združenja borz WFE¹².

¹² WFE – World Federation of Exchanges; sprotno veljavni seznam polnopravnih članov WFE je dostopen na spletnem naslovu <http://www.world-exchanges.org>.

Tabela 1: Prikaz deleža sredstev, naloženih na tujih finančnih trgih za vzajemne sklade KD Rastko, KD Galileo in KD Bond od datuma uskladitve do marca 2006

ime sklada	Datum uskladitve	31.7.05	31.8.05	30.9.05	31.10.05	30.11.05	31.12.05	31.1.06	28.2.06	31.3.06
KD Rastko	16.2.05	29,68%	30,76%	34,70%	35,21%	42,12%	47,52%	48,98%	51,98%	54,35%
KD Galileo	23.6.05	15,13%	17,76%	24,01%	26,05%	29,73%	33,16%	38,20%	41,37%	45,45%
KD Bond	30.3.05	22,14%	28,45%	31,95%	33,87%	34,57%	37,28%	42,98%	43,42%	46,35%

Vir: Finančna točka, 2006.

V Tabeli 1 lahko vidimo, s kakšno intenzivnostjo so se dejansko selile naložbe v tujino, ko jim je zakonodaja to dopuščala. Opaziti je, da je delež sredstev vzajemnega sklada iz meseca v mesec rasel na strani tujine. Ta trend se bo v prihodnosti še nadaljeval, še posebej zato, ker se podjetje KD Investments s svojimi podružnicami vse bolj širi na trge JV Evrope, s tem neposredno spoznava tamkajšnje kapitalske ter borzne razmere in se tako učinkoviteje kapitalsko udeje. Prilagaja se željam in potrebam vlagateljev, ki hočejo vlagati na tuje trge. Med vzajemnimi skladi izstopa KD Prvi izbor, ki ima 97 % sredstev naloženih v tujini, od tega 35 % v ZDA in 27 % v različnih državah Evrope.

Alokacijo sredstev vzajemnih skladov KD Galileo in KD Rastko je omogočila tudi prodaja njihovega deleža v Mercatorju oktobra 2005. Prvi je tam imel naloženih 7,11 % sredstev, drugi pa kar 9,36 % sredstev. To sta bili takrat tudi največji njihovi naložbi v posamezno osebo. V KD Galileo, KD Rastko ter KD Bond največji delež zajemajo slovenski »blue chipi« Krka, Gorenje in Petrol, kateri so v prvem tromesečju 2006 vsi beležili visoke kapitalske rasti. Razlog za tako velik odstotek izpostavljenosti v ta podjetja je, da se uvrščajo med najbolj likvidna na slovenskem borznem trgu.

V tujih naložbah prevladujejo pri KD Galileo in KD Rastko naložbe v Ishares MSCI Japan Fund,¹³ kjer imata 2,47 % oziroma 2,79 % delež, in v Ishares FTSE/XINHUA China 25¹⁴ z 2,18 % in 2,79 %. Naložbe vzajemnega sklada KD Prvi izbor so geografsko razpršene, ker naložbena politika opredeljuje, da mora sklad v 80 % posnemati svetovni indeks Morgan Stanley, kjer je največji delež, 41 % vseh naložb vzajemnega sklada, usmerjen v naložbe v ZDA, ki so še vedno daleč največji in najbolj likviden svetovni kapitalski trg. Sledijo Evropa z 21 %, Azija s 16 % in Japonska z 9 % v celotnem portfelju vzajemnega sklada (glej Pril. 6). Vzajemni sklad KD Prvi izbor je največ sredstev 7,65 % zaupal indeksnemu skladu Ishares S&P Index Fund, ki sledi borznemu indeksu S&P 500. Z delom portfelja, ki odstopa od svetovnega indeksa Morgan Stanley, je v geografskem smislu najbolj obtežilo regijo BRIC (Brazilija, Rusija, Indija, Kitajska), ki je nudila dobre investicijske priložnosti. V smislu panožne alokacije pa je bil nekoliko večji poudarek na energetskem sektorju in sektorju

¹³ Indeksni sklad upravljalca Morgan Stanley in investira na japonskem trgu.

¹⁴ Indeksni sklad, ki investira v vrednostne papirje 25-ih največjih in najbolj likvidnih podjetij, predvsem v telekomunikacijskih, energetskih ter farmacevtskih panogah.

materialov, saj sta ta sektorja zaradi povečanega povpraševanja in rasti cen surovin dosegla nadpovprečne donosnosti.

Tabela 2: Pet največjih domačih in tujih naložb v posamezni subjekt na dan 31.03.2006

KD GALILEO		KD RASTKO	
KRKA D.D. NOVO MESTO	9,31%	GORENJE D.D. VELENJE	7,19%
PETROL D.D. LJUBLJANA	8,29%	KRKA D.D. NOVO MESTO	5,67%
GORENJE D.D. VELENJE	4,84%	PETROL D.D. LJUBLJANA	3,68%
SOD D.D.	4,07%	JUTEKS D.D. ŽALEC	2,72%
LUKA KOPER D.D.	1,77%	SALUS D.D.	2,65%
ISHARES MSCI JAPAN FUND	2,47%	ISHARES MSCI JAPAN FUND	2,79%
ISHARES FTSE/XINHUA CHINA 25	2,18%	ISHARES FTSE/XINHUA CHINA 25	2,40%
KONČAR ELEKTROINDUSTRIJA D.D.	1,72%	ROYAL BANK OF SCOTLAND	2,13%
DASSAULT SYSTEMS S.A.	1,51%	SCHNEIDER ELECTRIC	2,11%
ROYAL BANK OF SCOTLAND	1,47%	JADRANKA D.D. MALI LOŠINJ	1,67%
KD BOND		KD MM	
BANKA CELJE (DEPOZIT)	6,51%	BANKA CELJE (DEPOZIT)	15,50%
SOD D.D.	4,58%	RAIFFEISEN KREKOVA BANKA (DEPOZIT)	12,41%
NLB D.D. 19. IZDAJA	3,11%	VOLKSBANK (DEPOZIT)	12,41%
MERCATOR D.D.	3,10%	GORENJSKA BANKA (DEPOZIT)	11,01%
REPUBLIKA SLOVENIJA RS21	2,94%	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT D.D. (DEPOZIT)	10,76%
SG ACCEPTANCE 9 06/15	5,01%	KD PRVI IZBOR	
HSBC BANK 6 1/4 12/20	2,47%	ISHARES S&P 500 INDEX FUND	7,60%
MOL OLAJ MOLHB 3 7/8 10/15	1,83%	MORGAN ST JAPANESE VALUE EQUITY	6,30%
ISHARES DJ STOXX 50	1,71%	SGAM FUND-EQ. US RELATIVE VALUE	6,11%
REPUBLIKA HRVATSKA 6 3/4 03/10	1,47%	MELLON S&P 500 INDEX TRACKER	5,71%
		VANGUARD US 500STOCK INDEX FUND	5,60%

- ISHARES S&P 500 GROWTH INDEX FUND je indeksni sklad, katerega cilj je posnemati sestavo in s tem donosnost indeksa S&P Growth. Slednji meri uspešnost oziroma donosnost podjetij z veliko tržno kapitalizacijo, uvrščenih v sektor rasti na delniškem trgu ZDA.
- SOCIETE GENERAL AM FUND EQUITIES US RELATIVE VALUE je sklad, katerega cilj je kapitalna rast. Cilj dosega z naložbami v lastniške vrednostne papirje ameriških podjetij, za katere meni, da naj bi bili podcenjeni.
- MORGAN STANLEY JAPANESE VALUE EQUITY je sklad, ki dosega kapitalno rast pretežno z naložbami v delnice podjetij, s katerimi se trguje na organiziranih trgih in preko okenc na Japonskem. Poleg tega lahko vlaga tudi v mešane instrumente, povezane z lastniškimi vrednostnimi papirji.
- MELLON GLOBAL MANAGING LTD. je odprt sklad s strukturo naložb, ki zagotavlja posnemanje donosnosti indeksa S&P 500.
- VANGUARD IS PLC-US 500 je odprt sklad, katerega cilj je slediti sestavi oziroma donosnosti indeksa S&P 500. Zato so naložbe tega sklada v veliki meri usmerjene v lastniške vrednostne papirje velikih ameriških podjetij.

Vir: Spletna stran KD Group, 2006.

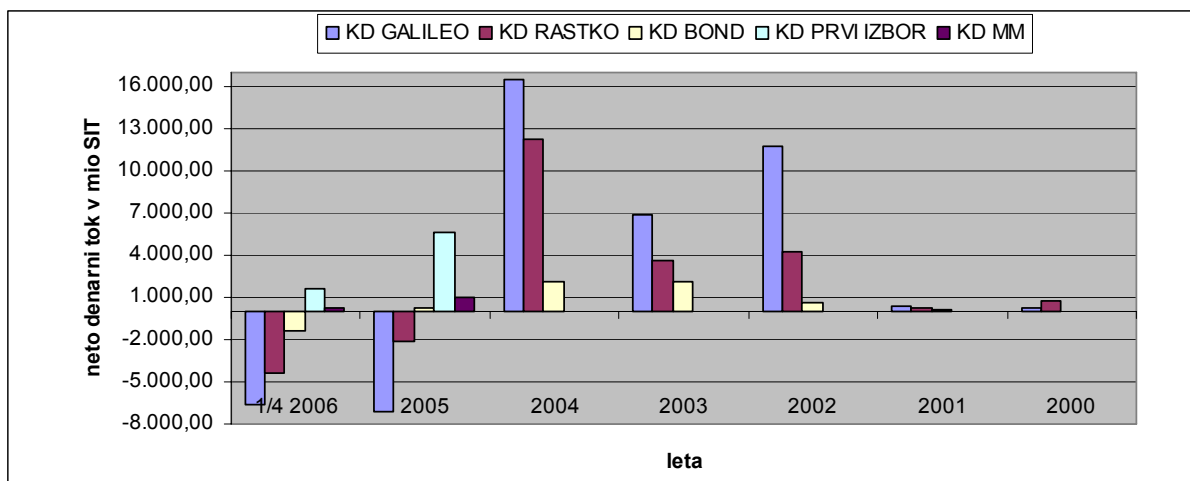
Denarni sklad KD MM ima največji depozit v Banki Celje, sledi pa mu depozit v Raiffeisen Krekovi banki. KD Bond ima poleg depozita v Banki Celje največ sredstev v obveznicah podjetja SOD d.d., kar ne preseneča, saj so ravno te obveznice najlikvidnejše.

5.2. Pregled sredstev v vzajemnih skladih in njihov denarni tok

Višina sredstev v vzajemnih skladih KD Investments se je od leta 2005 drastično zmanjševala. Postavlja se vprašanje, zakaj so se sredstva v vzajemnih skladih KD Investments tako zmanjšala, ko pa vendar postaja varčevanje v vzajemnih skladih vse bolj razširjeno med prebivalstvom Slovenije in tudi njihova kupna moč se viša.

Vsekakor je prvi razlog vse večja ponudba vzajemnih skladov tako domačih kot tudi tujih upravljavcev na majhnem slovenskem trgu. Ravno v vzajemne sklade tujih upravljavcev se je odteklo veliko sredstev, saj so slovenski vlagatelji zaznali investicijsko priložnost na tujih trgih, slovenski upravitelji pa so bili vse do leta 2005 zelo omejeni z naložbeno politiko na tuje trge. Po spremembi zakonodaje so priložnost zaznali tudi domači upravitelji, ki so začeli ustanavljati geografsko in panožno specializirane sklade, ki so bili usmerjeni na tuje trge. Posledica tega je bil odliv sredstev iz »starih« skladov, kot so KD Rastko, KD Bond in KD Galileo. Prav slednji konstantno, od marca 2005 pa do marca 2006, beleži mesečni negativni denarni tok in je v enem samem letu znašal 13,328 mrd SIT. Njegov tržni delež pa se je v tem času zmanjšal za 13,38 odstotnih točk in v marcu 2006 beleži s 52,658 mrd SIT sredstev v upravljanju 14,6-odstotni tržni delež (glej Pril. 7). Največji tržni delež je ta sklad imel v letu 1993, ko imel dominantni 65 % tržni delež. Po prilivih je bilo najuspešnejše leto 2004, saj so se sredstva povečala za 16,515 mrd SIT. Vzajemna sklada KD Bond in KD Rastko sta imela podobno gibanje denarnega toka. KD Rastko je ravno tako kot KD Galileo v zadnjem letu doprinesel negativni denarni tok v višini 6,172 mrd SIT in v marcu 2006 sredstva znašajo dobrih 26 mrd SIT, kar predstavlja 7,21 % tržni delež. Pri KD Bondu pa so odlivi presegli prilive za 1,196 mrd SIT, v marcu 2006 pa upravlja s 4,756 mrd SIT.

Slika 8: Neto denarni tok v sklade KD Investments med leti 2000 in prvim četrtletjem 2006

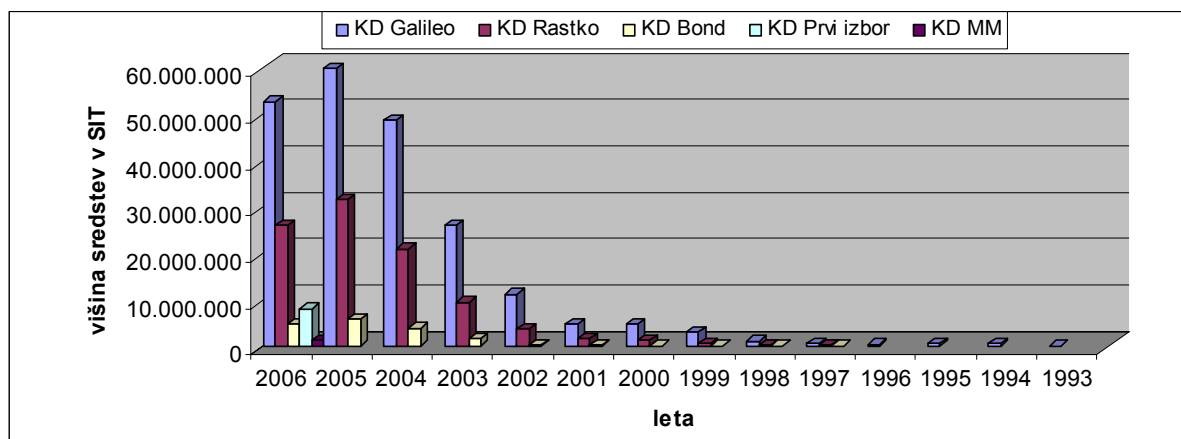


Vir. Finančna točka, 2006; Lastni prikaz.

Edina svetla točka pri upravljavcu KD Investments so bili v zadnjem letu novo ustanovljeni vzajemni skladi KD Prvi izbor in KD MM. Mesečni denarni tok pri KD Prvi izbor od nastanka pa do marca 2006 še ni beležil presežka odlivov nad prilivi. Do preučevanega

meseca pa je uspel zbrati 8,036 mrd SIT sredstev in tako zavzema tretje mesto pri njegovem upravljavcu. KD MM daje prednost varnosti in ne donosnosti, tako je razumljivo, da ni tako privlačen za vlagatelje in je od nastanka pa do marca 2006 pridobil dobro milijardo SIT sredstev. Vse druga zgodba je pri novonastalem skladu KD Balkan. Vlagatelji se zavedajo investicijskih priložnosti vlaganja v to območje, kar potrjuje tudi podatek, da se je samo v dveh mesecih od datuma ustanovitve februarja 2006 v sklad nateklo dobre tri milijarde SIT.

Slika 9: Višina sredstev v izbranih vzajemnih skladih KD Investments v letih 1993-2006 v mrd SIT



Vir: Finančna točka, 2006; Lastni prikaz.

Od ustanovitve vzajemnih skladov takratne Kmečke družbe pa do leta 2000 se sredstva v njihovih vzajemnih skladih niso bistveno spreminjala. Mnogo vlagateljev je bilo razočaranih zaradi naložb v PID-e, pri vlagateljih je bil še vedno živ spomin na afero Dadas. Skepticizem je bil takrat povsem razumljiv, tudi do skladov takratne Kmečke družbe, saj sta ravno iz Dadasovih skladov nastala vzajemna sklada KD Rastko in KD Bond. Uspešno upravljanje s skladi, visoki donosi in nizke bančne obrestne mere so vlagatelje ponovno pritegnile in jim vrnilo zaupanje. Sredstva v vseh skladih so po letu 2000 močno naraščala, saj so iz leta v leto pritekali večmilijardni zneski, ki so vrh dosegli v letu 2005, ko so vzajemni skladi KD Investments skupaj upravljali s skoraj 100 mrd SIT sredstev.

5.3. Analiza donosnosti vzajemnih skladov

Eden najpomembnejših ciljev upravljavcev vzajemnih skladov je maksimiranje donosnosti ob še sprejemljivem tveganju. Donosnost je poleg varnosti tista postavka, na podlagi katere se vlagatelji odločajo naložiti svoje premoženje. Celotna donosnost je sestavljena iz treh dejavnikov (Fredman, 1993, str. 37).

- **Čisti investicijski dobiček**; sestavljen je iz dividend in obresti vrednostnih papirjev, v katerih imajo vzajemni skladi svoje premoženje in ga je družba za upravljanje dolžna razdeliti med imetnike točk sklada ali pa ga reinvestirati.

- **Čisti realizirani kapitalski dobiček**; skladi ustvarjajo kapitalske dobičke ali pa izgube z vrednostnimi papirji, s katerimi se trguje na borzi ali preko okenc.
- **Čista sprememba vrednosti enote premoženja**; sprememba vrednosti enote premoženja se odrazi v spreminjanju tečajev vrednostnih papirjev, ki jih ima v svojem portfelju.

V prospektu upravljanja vzajemnih skladov KD Investments je zapisano, da njihovi vzajemni skladi ne bodo izplačevali čistega dobička, ampak ga bodo v celoti reinvestirali. S tem prijemom se čisti dobiček odrazi v povečanju vrednosti enote premoženja. Iz tega izhaja zaključek, da je donosnost vzajemnih skladov KD Investments odvisna zgolj od spremembe vrednosti enote premoženja. Iz prikaza (glej Tab. 3, na str. 32) lahko vidimo, iz katerih postavk sta sestavljena prihodek vzajemnih skladov ter višina reinvestiranega dobička posameznega vzajemnega sklada. V letu 2005 so imeli skladi KD Investments glede na leto 2004 večje dobičke, vendar to leto ni bilo tako uspešno glede generiranja dobička na enoto premoženja, tako da je v letu 2004 dobiček v večji meri vplival na rast vrednosti točke premoženja kot v letu 2005.

Tabela 3: Višina prihodkov iz različnih naložb vzajemnih skladov KD Investments ter višina dobička v letih 2004 in 2005 v mio SIT

Vzajemni sklad	KD Galileo		KD Rastko		KD Bond		KD Prvi izbor	KD MM
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2005	2005
Prihodki od obresti	1.031,17	1.191,99	254,326	178,064	234,839	324,394	11,681	47,533
Prihodki od dividend	513,799	624,16	302,374	581,419	#	6,089	26,170	#
Iztrženi dobički pri naložbah	2.479,28	4.164,57	529,96	2.366,60	15,173	34,388	97,714	0,687
Drugi finančni prihodki	289,316	1.124,30	69,718	1.048,17	25,556	56,603	453,041	87,610
Nerazdeljeni čisti dobiček	13.232,26	4.261,26	6.876,15	2.241,72	642,558	228,941	176,686	24,559
Čisti dobiček na investicijski kupon (v SIT)	542,14	198,59	1.380,62	487,31	327,77	111,33	33,880	239,190

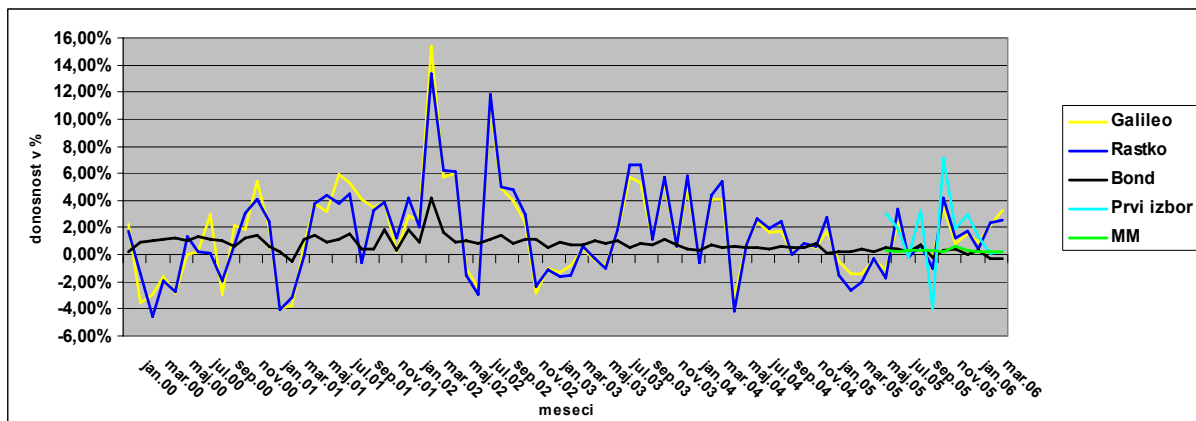
Vir: Letna poročila vzajemnih skladov 2004 in 2005.

5.3.1 Nominalna in realna donosnost vzajemnih skladov

Nominalna donosnost je še vedno tisti kriterij, na podlagi katerega se navadno vlagatelji odločajo za investiranje svojih presežnih sredstev. Že po samih oblikah krivulj (glej Slika 10, na str. 33), ki kažejo gibanje nominalnih donosnosti, lahko sklepamo, za kateri sklad gre oziroma kakšno naložbeno politiko ima. Krivulji donosnosti KD Rastko in KD Galileo sta zelo volatilni, vzajemna sklada pa sta tudi bolj donosna kot npr. KD Bond in KD MM, kar sovпада z ugotovitvijo obratnega sorazmerja med donosnostjo in tveganjem, ki ga prinašajo te naložbe. Povprečna mesečna nominalna donosnost za sklad KD Galileo je bila v proučevanem obdobju 1,58 %, povprečna letna pa 18,74 %, kar kaže na nadpovprečno

nominalno donosnost s primerljivimi skladi v svetu. Za donosnost vzajemnega sklada je bil najbolj črn mesec februar v letu 2001, ko je v enem mesecu pridobil negativno donosnost v višini 3,93 odstotkov, najuspešnejši pa je bil marec 2002, ko je v enem mesecu VEP pridobil 15,36 odstotkov. To leto je bilo tudi najbolj uspešno glede na letno donosnost, ki je bila kar 48,61 odstotna. Razloge za uspešno borzno leto sem sicer že omenil, naj pa samo ponovim, da je bilo samo v tem letu izvedenih 18 uspešnih prevzemov podjetij. O uspešnosti upravljanja tega sklada priča tudi podatek, da mu je dnevnik The Wall Street Journal Europe kar osemkrat prisodil prvo mesto v posebni tečajnici najdonosnejših odprtih investicijskih skladov med primerljivimi investicijskimi skladi v svetovnem merilu, glede na enoletno donosnost, denominirano v ameriških dolarjih.

Slika 10: Gibanje mesečne nominalne donosnosti izbranih vzajemnih skladov od jan. 2000 do jan. 2006



Vir: Arhiv vrednosti enot premoženja za posamezni vzajemni sklad; Lastni prikaz.

Za vzajemni sklad KD Rastko je bil ravno tako najuspešnejši mesec marec 2002, saj je v tem mesecu pridobil 13,4 % na vrednosti svojega premoženja. Najbolj črn mesec pa je bil marec 2000 z negativnim donosom v višini 4,6 %, kar je tudi posledica skromnega trgovanja med letoma 2000 in 2001. Borzni indeks SBI20 je v prvem polletju 2000 padel za 16,7 odstotkov. Njegova povprečna donosnost je bila v proučevanem obdobju 15,18-odstotna. Pri vzajemnem skladu KD Bond so številke o nominalni donosnosti pričakovano nižje kot pri prvih dveh. Je pa zanimiv podatek, da je KD Bond imel zelo uspešno leto 2000 v nasprotju z KD Galileom in KD Rastkom, ko sta v tem obdobju beležila negativne donose. Argumente za to lahko iščemo v različni naložbeni politiki in pa v dejstvu, da so se v tem letu zniževale obrestne mere in v posledičnem dvigovanju cen obveznic, ter v nevzpodbudnem dogajanju na slovenskem trgu lastniških vrednostnih papirjev. Njegova povprečna letna donosnost je v proučevanem obdobju znašala 0,77 odstotkov. Revija Kapital mu je v letu 2005 prisodila naslov najuspešnejšega slovenskega obvezniškega vzajemnega sklada v petletnem obdobju. Uspešno sta začela delovati tudi vzajemna sklada KD Prvi izbor, ki je v prvem polletju svojega delovanja dosegel dobro 13-odstotno nominalno donosnost, in pa KD MM, ki velja za najbolj varno naložbo v ponudbi vzajemnih skladov KD Investments in je v prvem polletju delovanja pridobil 2,21 odstotkov.

Že na začetku sem opozoril, da so predstavljene donosnosti nominalne, da bi videli realne donose oziroma kako se nam je realno povečalo premoženje, naloženo v vzajemne sklade, jih moramo korigirati s stopnjo inflacije, ki pa posebej v prvih proučevanih letih ni bila zanemarljiva (glej Tab. 4, na str. 34). Za primerjavo sem letno nominalno stopnjo donosa popravil z letno stopnjo inflacije v Sloveniji. Lahko opazimo, da se nekje realna stopnja donosa razlikuje od nominalne za skoraj 10 odstotnih točk in npr. v letu 2000 KD Galileo namesto pozitivnega rezultata 1,23 % izkazuje padec realne vrednosti. Pri izračunu sem uporabil enačbo (Alexsander, Sharpe, Bailey, 1993, str. 121):

$$RR=(1+NR)/(1+I)-1$$

RR=realna donosnost

NR=nominalna donosnost

I=inflacija

Tabela 4: Nominalna in realna donosnost pri izbranih vzajemnih skladih v letih 2000-2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
inflacija	8,9	8,4	7,5	4,6	3,6	2,5
KD Galileo nominalna	0,93	24,87	48,61	16,03	17,61	4,36
KD Galileo realna	-7,3	15,2	38,3	10,9	13,5	1,8
KD Rastko nominalna	-1,23	19,29	49,63	17,54	19,49	2,97
KD Rastko realna	-9,3	10,1	39,2	12,4	15,3	0,5
KD Bond nominalna	12,48	9,27	16,93	9,83	6,43	3,67
KD Bond realna	3,29	0,8	8,77	5	2,7	1,2

Vir: Lastni izračuni.

Donosnost dodatno zmanjšujejo stroški, ki nastajajo v zvezi s poslovanjem in nastopajo v obliki različnih provizij, ki jih zaračunava družba za upravljanje. Višina upravljaljskih provizij je odvisna od tega, ali je sklad upravljan aktivno ali pasivno.

Tabela 5: Višina stroškov v odstotkih, ki bremenijo posamezni vzajemni sklad

	najvišja vstopna provizija	najvišja izstopna provizija	upravljaljska provizija	skrbniška provizija	celotni letni stroški
KD Rastko	3,00%	0,00%	1,90%	0,05%	2,03%
KD Galileo	3,00%	0,00%	2,00%	0,05%	2,11%
KD Bond	2,00%	0,00%	0,85%	0,05%	1,01%
KD MM	0,00%	0,00%	0,50%	0,04%	NP
KD Prvi izbor	2,00%	0,00%	0,85%	0,05%	NP

Vir: Stroški in provizije vzajemnih skladov, 2006.

Najvišja vstopna in tudi upravljaljska provizija je pri vzajemnih skladih KD Galileo in KD Rastko in kaže na to, da sta ta dva sklada najbolj aktivno upravljana oziroma so z njunim upravljanjem povezani največji stroški. S stroški najmanj obremenjen je vzajemni sklad KD MM, ki zaračunava le upravljaljsko provizijo v višini 0,5 odstotka letno. To nam pove, da

upravljavca skorajda nima nobenih stroškov z njegovim upravljanjem, saj večino sredstev drži v bančnih depozitih.

5.3.2 Razlogi nenormalne rasti VEP vzajemnih skladov KD Prvi izbor, KD MM in KD Balkan v prvih dneh delovanja¹⁵

Vlagatelji so se čudili nenavadno visokim donosnostim vzajemnih skladov v prvih dneh njihovega delovanja. Začelo se je pri KD Prvem izboru, ki je v prvem dnevu dosegel 3,89-odstotno rast VEP. Nadaljevalo se je pri vzajemnem skladu KD MM, kateremu je v enem dnevu VEP zrasel za 2,63 odstotka. To ne bi bilo presenetljivo, če ne bi šlo za sklad denarnega trga, pri katerem je ta donosnost na ravni pričakovane letne. Višek pa je dosegel vzajemni sklad KD Balkan, ki je v samo enem dnevu zrasel za neverjetnih 17,87 odstotkov. Dejstvo je, da je sklad delniški in vlaga v perspektivno ter podcenjeno področje JV Evrope, toda tak skok za en dan je bil vseeno prevelik. Tak skok je redkost celo za enodnevno rast delnice posameznega podjetja, ne pa da govorimo o vzajemnem skladu, katerega namen je razpršitev premoženja. Logična posledica je zanimanje vlagateljev, kaj se dejansko dogaja ter posledica česa so nenormalno visoke rasti VEP.

To vprašanje sem zastavil tudi strokovnjakom podjetja KD Investments na seminarju z naslovom Vzajemni skladi KD Investments dne 23.03.2006. Dobil sem odgovor, da je to posledica metodologije izračuna vrednosti enote premoženja, ki jo predpisuje ATVP, ter naj se vlagatelji ne ozirajo na te donosnosti. Vzroke za ta pojav sem iskal v člankih ter odzivih drugih upravljavcev. Pojavljala sta se dva odgovora, in sicer:

- a.) Za upravljavce skladov po slovenskih predpisih prvih šest mesecev delovanja ne velja predpisana investicijska politika, ki je določena v prospektu sklada, kar pomeni, da jim ni treba upoštevati vseh naložbenih omejitev.
- b.) Drugi razlog je posledica predpisane metodologije, na katere DZU-ji nimajo vpliva. Formula za izračun se glasi:

$$VEP = \frac{S(t) - (O(t) + R(t))}{E(t-1)},$$

kjer pomeni S - sredstva vzajemnega sklada; O - obveznosti, R - rezervacije, E - število enot v obtoku, t - obračunski dan, (t - 1) - predhodni obračunski dan.

Kot vidimo, se členi v števcu zgornjega elementa nanašajo na dan (t), imenovalca ulomka pa na prejšnji obračunski dan (t - 1). Za dnevni obračun vzajemnega sklada sta pomembna dva časovna trenutka. Prvi je tako imenovana presečna ura za vplačila in izplačila. Ta je pomembna za izračun E (t - 1). Število E (t - 1) dobimo tako, da upoštevamo prejeta vplačila (in zahtevana izplačila) do presečne ure na dan (t). Drugi časovni trenutek pa je čas veljavnosti tečajev za vrednotenje sredstev. Običajno je ta obračunska presečna ura kasnejša

¹⁵ Razmišljanje povzeto po Kodrič, 2005, str. 3.

od presečne ure za vplačila. Presečna ura za vzajemna sklada KD Prvi izbor in KD MM je 12.00, za KD Balkan pa 10.00.

Vsi trije skladi so imeli zelo velik priliv sredstev v prvih dneh delovanja, tako absolutni kot relativni, ki odločilno vpliva na učinke rasti VEP. Pri KD Prvem izboru je število točk v prvih dveh dneh trgovanja naraslo s 355 točk na 11.298 točk, kar predstavlja ogromno relativno povečanje sredstev. Še večji relativni skok je bil pri vzajemnem skladu KD MM, kjer je število točk poskočilo s 144 na 41.131 točk, ter pri Balkanu s 6.000 na 113.236 točk. Ta rast števila točk kaže tudi na ogromen priliv novih sredstev v te vzajemne sklade. Kaj pa to pomeni za izračun VEP? Vzemimo, da je sklad v prvih dneh poslovanja in ima le nekaj milijonov tolarjev sredstev. Nato na obračunski dan, vendar po 12. uri (presečni uri za prilive), prispe v sklad velik znesek denarja, za KD Balkan pomeni to približno 100 mio SIT, za KD MM 400 mio SIT. Kaj lahko upravljavec s tem denarjem stori? Možnosti je veliko, omenimo le eno. Upravljavec ta denar takoj vloži v bančni depozit. Recimo, da sklene enotedensko vezavo. Po računovodskih pravilih se obresti za depozite v vrednosti točke sklada ne odrazijo šele na koncu (torej čez en teden), ampak že sproti, vsak dan en del. Zato je teh vezanih 100 oz. 400 milijonov popoldne ob 15. uri, pri izračunu točke za ta obračunski dan (v času obračunske ure za vrednotenje), računovodsko že vrednih nekoliko več kot 100 (400) milijonov tolarjev. In če je $E(t-1)$ zelo majhen, lahko tudi relativno majhne pripisane obresti na velik prispeli znesek točko potisnejo za relativno velik odstotek navzgor. Pri tem pa se prispeli znesek šele naslednji obračunski dan odrazi v številu točk v obtoku, saj je prispel po presečni uri.

Povedano drugače, sklad lahko na določen dan prejme denar, ta denar tudi že uporabi, na zaključku delovnega dne izdela obračun premoženja, ki že vključuje prve posledice naložbe - vse skupaj pa se še vedno nanaša na staro število točk, ki tega priliva še ne odraža. Tako lahko na primer sklad kupi papirje, ki se med trgovalnim dnem podražijo, za potrebe vrednotenja jih (povsem pravilno) obračuna po zadnjih oziroma enotnih tečajih, ki so višji od nakupnega med dnevom, in tako pridelani dobiček (znova povsem pravilno) razdeli na število točk prejšnjega obračunskega dne. Pri tem pa morajo biti izpolnjeni določeni pogoji:

- majhen sklad,
- časovni razmik med obema obračunskima urama,
- veliko vplačilo (nekajkrat večje od prejšnje velikosti sklada) v točno določenem času v dnev ,
- takojšnja transakcija, ki jo upravljavec opravi s prispelim denarjem,
- predpisana metodologija, po kateri se obračunava število točk v obtoku in vrednost točke.

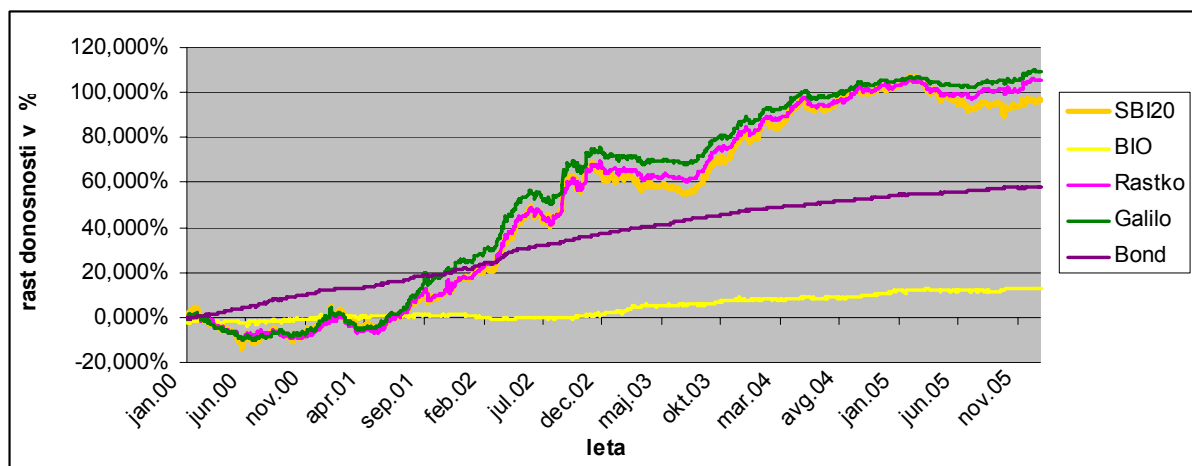
Problem se pojavlja, ker obstaja možnost, kjer upravljavci »lahko« pridobljeno donosnost izkoristijo za promocijo vzajemnega sklada, glede pretekle donosnosti. Zato je vedno smiselno gledati preteklo donosnost v npr. trimesečnih ali polletnih intervalih, ne pa od začetka njegovega delovanja. Razumljivo je tudi razburjanje vlagatelja, ki vloži veliko

sredstev v tej vmesni uri, saj so upravljavci vzajemnega sklada ta sredstva že oplemenitili, vendar se temu vlagatelju to nikjer ne pozna, saj bo sredstva dobil obračunana po VEP, ki se obračunava naslednji dan. Pribitek na omenjena sredstva bodo dobili vlagatelji, ki so vplačali pred presečno uro tega dne.

5.3.3 Primerljivost vzajernih skladov z izbranimi naložbami

Da lahko ocenimo uspešnost upravljanja vzajemnega sklada, ga moramo primerjati s primerljivo naložbo. To primerjavo imenujemo »benchmarking«¹⁶ in je zelo priljubljena metoda pri analiziranju uspešnosti, saj lahko primerjamo rezultate z neko naložbeno alternativo; npr. donosnost 10 % letno, se nam na prvi pogled zdi uspešna, vendar se to mišljenje spremeni, če dodamo podatek, da so imele primerljive naložbe v istem času npr. 30 % donosnost.

Slika 11: Prikaz rasti donosnosti izbranih vzajernih skladov in primerljivih borznih indeksov



Vir: Lastni prikaz.

Za sklad KD Rastko je bil do leta 2005 »benchmark« slovenski borzni indeks SBI20, ravno tako za KD Galileo, po tem letu sta začela intenzivneje vlagati na tuje trge, tako da indeks SBI20 ni več primeren za »benchmark«. Do tedaj imata oba sklada zelo podoben trend gibanja donosnosti kot izbrani borzni indeksi (glej Slika 11, na str. 37). Lahko tudi rečemo, da sta bila uspešnejša kot naložba s katerimi smo ju primerjali. Obvezniški vzajemni sklad KD Bond, sem primerjal s obvezniškim borznim indeksom BIO¹⁷, vendar je skozi preučevano obdobje močno prehitel izbrano primerjalno naložbo, ta presežek lahko pojasnimo z delom naložb v lastniške vrednostne papirje.

¹⁶ Benchmark ali primerjalni indeks je borzni indeks ali kombinacija indeksov ali obrestnih mer, ki se uporablja kot merilo dela upravljavca sklada. V uporabi so tako indeksi posameznih borz, kot je npr. SBI20, še bolj pa indeksi, ki jih izračunavajo specializirani ponudniki, kot so MSCI, Dow Jones, S&P in FTSE, pa tudi obrestne mere, kot je EURIBOR.

¹⁷ BIO kaže smer gibanja tečajev obveznic, ki so nominirane v tujih valutah, je tehtani borzni indeks, pri čemer se kot uteži uporabljajo deleži prometa s posameznimi izdajami obveznic, ki so vključene v indeks.

Vzajemni sklad KD MM lahko primerjamo z indeksom trimesečnih zakladnih menic Republike Slovenije in trimesečnim EURIBOR-jem. KD Prvi izbor pa zasleduje indeks MSCI World in je od ustanovitve pa do konca leta 2005 narasel za približno 10 odstotkov, kar je bilo na ravni omejenega indeksa.

5.4. Uspešnost upravljanja vzajemnih skladov KD Investments

Zmotno bi bilo ocenjevati uspešnost upravljanja vzajemnega sklada le po njegovi pretekli donosnosti, čeprav je v zavesti vlagateljev ravno to pogosto kriterij, na podlagi katerega se odločajo. Primarni cilj investitorja je iskanje ustrezne kombinacije med donosnostjo in tveganjem, pri katerem pa se na slednje velikokrat pozabi. Ravno zaradi tega je Združenje družb za upravljanje v letu 2003 pripravilo predlog o rangiranju vzajemnih skladov glede na tveganje, ki bi jih vključilo v prospekt vzajemnega sklada. Razpon je od 1 od 10, pri čemer pomeni številka 1 najmanj tvegan, 10 pa najbolj (glej Pril. 10).

Investitorji morajo pri ugotavljanju uspešnosti uporabiti ustrezna merila učinkovitosti upravljanja premoženja in tveganja, ki s tem nastaja. Najenostavnejši in najhitrejši pokazatelj tveganja sta standardni odklon in varianca, ki merita, koliko možni donosi odstopajo od pričakovanih. Čim večje je izmerjeno odstopanje, tem večja je verjetnost, da prihodnji donos ne bo enak pričakovanemu, in s tem tveganje naložbe. Varianca je tehtana vsota kvadratov odklonov možnih donosov od pričakovanega; standardni odklon pa je kvadratni koren variance (Mramor, 2000, str. 79). Če pričakovani stopnji donosa dveh potencialnih naložb nista enaki, je za primerjavo tveganj teh dveh naložb smiselno uporabiti koeficient variacije in predstavlja delež standardnega odklona v pričakovani stopnji donosa oziroma delež tveganja na enoto donosnosti (Berk, Lončarski, Zajc, 2002, str. 58).

V tem poglavju sem se odločil, da analiziram tri najdlje delujoče vzajemne sklade KD Investments, in sicer KD Galileo, KD Rastko ter KD Bond. Razlog je v tem, da uporabljena metodologija izračuna kazalcev uspešnosti pokaže zadovoljivo oceno pri obdobju treh let ali več. V našem primeru bom analiziral petletno obdobje, od januarja 2000 do decembra 2005. V letu 2005 ustanovljenih skladov KD Prvi izbor in KD MM ni smiselno vključiti v analizo tudi zaradi dejstva, da v prvem polletju delovanja vzajemni sklad nima zavezujoče naložbene politike, ki je določena v prospektu upravljanja.

V svetu se pri ocenjevanju uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov uporablja veliko relativnih in absolutnih meril pokazateljev uspešnosti; tukaj naj omenim dva, ki ju bom uporabil v nadaljevanju.

- **Sharpov koeficient**¹⁸, ki ga je razvil Nobelov nagrajenec William F. Sharpe in kaže realizirano presežno donosnost na enoto celotnega tveganja, kjer je celotno tveganje merjeno s standardnim odklonom donosnosti premoženja. Premija za tveganje oziroma presežna donosnost je definirana kot donosnost, ki presega donosnost netvegane naložbe. Ta koeficient je primeren za primerjavo vzajemnih skladov z različno investicijsko politiko, kjer ugotavljamo, katera naložbena politika je dosegla višjo presežno donosnost na enoto tveganja.
- **Treynorjev koeficient**¹⁹; Jack Treynor je leta 1965 ugotovil, da se poslovanje vzajemnih skladov primerja, kljub nihanju cen vrednostnih papirjev, različni tveganosti in investicijski politiki vzajemnih skladov (Zobavnik, 1995, str. 82). Upošteva le sistematično tveganje, saj kazalec temelji na predpostavki, da vzajemni skladi z razpršitvijo uspešno izničijo nesistematično tveganje. Kot mero tveganja pa uporablja koeficient beta²⁰ (β) primerljivega premoženja, v našem primeru smo za tržno premoženje vzeli indeks SBI20.

Oba kazalca uspešnosti sta primerna za analizo preučevanih vzajemnih skladov, saj imajo različne investicijske politike. Predvsem investicijska politika vzajemnega sklada KD Bond se razlikuje od vzajemnih skladov KD Galileo in KD Rastko. Vzajemne sklade ter primerljiva premoženja sem najprej primerjal glede njihovega tveganja, in sicer njihov standardni odklon, ki pomeni kvantifikacijo celotnega tveganja in vsebuje nesistematično in sistematično tveganje. Za najbolj tvegani vzajemni sklad se je izkazal KD Rastko, katerega standardni odklon je 3,42 in nam pove, da je mesečna donosnost za 3,42 odstotnih točk variirala okrog povprečne mesečne donosnosti. Pri KD Galileo je standardni odklon znašal 3,43 odstotkov in je bil manjši glede na primerljivo tržno premoženje, saj je donosnost indeksa SBI20 v tem istem obdobju variirala za 4,01 odstotnih točk. To ugotovitev potrди tudi koeficient variacije, ki meri stopnjo tveganja na enoto donosnosti. KD Rastko je tudi po tem kriteriju najbolj tvegan, koeficient pa znaša 2,28. Po višini tveganosti izstopa KD Bond, ki se močno razlikuje v primerjavi z ostalima dvema vzajemnima skladoma. Njegov standardni odklon je le 0,6 odstotnih točk, tveganje na enoto donosnosti pa je 0,74, kar še enkrat potrjuje, da je najbolj varen vzajemni sklad izmed preučevanih. Zanimiv je pogled na največje negativne nihaje posamezne naložbe, ki pa tudi ustrezajo dejstvu, do katerih smo prišli na podlagi standardnega odklona in koeficienta variacije.

¹⁸ Izračunamo ga po formuli (Strong, 2003, str. 474): $SHP_p = (ar_p - ar_f) / \delta_p$, kjer ar_p in ar_f predstavljata aritmetični sredini donosnosti premoženja in netvegane donosnosti premoženja, δ_p pa standardni odklon donosnosti premoženja v istem časovnem obdobju.

¹⁹ Za izračun se uporabi formula (Strong, 2003, str. 474): $TRN_p = (ar_p - ar_f) / \beta_p$, kjer ar_p in ar_f predstavljata aritmetični sredini donosnosti premoženja in netvegane donosnosti premoženja, β_p pa koeficient beta premoženja v istem časovnem obdobju.

²⁰ Koeficient beta meri občutljivost posamezne naložbe na gibanje tržnega premoženja oziroma na gibanje primerjalnega indeksa. Ocenimo ga s pomočjo linearne regresije, matematično pa ga izračunamo po formuli $\beta_p = cov(r_p, r_m) / var(r_m)$, kje je $cov(r_p, r_m)$ kovarianca med donosnostjo premoženja in donosnostjo tržnega premoženja v danem časovnem obdobju, $var(r_m)$ pa varianca donosnosti tržnega premoženja v istem obdobju.

Tabela 6: Izbrana merila tveganja in uspešnosti preučevanih vzajemnih skladov

	povprečna mesečna donosnost	standardni odklon (v % točkah)	koeficient variacije	največji mesečni nihaj navzdol	beta SBI20	Sharpov koeficient	Treynorjev koeficient
KD Galileo	1,56%	3,34	2,14	-3,93%	0,74	0,29	1,297
KD Rastko	1,50%	3,42	2,28	-4,61%	0,76	0,26	1,184
KD Bond	0,81%	0,6	0,74	-0,5%	0,07	0,35	3
SBI20	1,39%	4,01	2,88	-7,34%	1	0,19	0,79

Vir: Lastni izračuni.

Za izračun Sharpovega ter Treynorjevega koeficienta, ki nam služi za primerjavo uspešnosti upravljanja vzajemnih skladov, sem uporabil formule, predstavljene v opombah 18, 19 ter 20 na strani 39. Netvegano donosnost premoženja nam predstavlja povprečna mesečna obrestna mera trimesečnih zakladnih menic Republike Slovenije v petletnem obdobju in znaša 0,6 odstotkov. Pri vseh vzajemnih skladih je Sharpov koeficient pozitiven, kar pomeni, da so bili skladi relativno dobro upravljeni. Tudi v primerjavi z indeksom SBI20 so bili vsi trije skladi uspešnejši. Najboljši rezultat je dosegel KD Bond, ki izkazuje 35 bazičnih točk presežne donosnosti na enoto tveganja. Razlog za ta rezultat leži predvsem v zelo nizkem standardnem odklonu, ki znaša 0,6 %. Ugotovitev potrjuje tudi podatek, da je bil vzajemni sklad KD Bond razglašen za najuspešnejši obvezniški sklad v zadnjih petih letih. Sharpova koeficienta za sklada KD Galileo in KD Rastko znašata 29 in 26 bazičnih točk na enoto tveganja in sta posledica visoke povprečne mesečne donosnosti. Nasprotno pa lahko razložimo nizek Sharpov koeficient za indeks SBI20 z visokim standardnim odklonom.

Pri izračunu Treynorjevega koeficienta potrebujemo primerjalno premoženje, za katerega uvedemo predpostavko, da ima koeficient beta vrednost ena. Zaporedje uspešnosti vzajemnih skladov in primerjalnega premoženja je enako ugotovitvam, izračunanih na podlagi ostalih kazalcev. Najuspešnejši je tudi po tem merilu vzajemni sklad KD Bond, ki je za vsako dodatno enoto prevzetega tveganja premoženja pridobilo 3 % donosnost. Koeficient beta vzajemnih skladov KD Galileo in KD Rastko je večja, 0,74 oziroma 0,76, kar se odraža na posledično nižjem Treynorjevem koeficientu, in znaša 1,3-odstotno donosnost za KD Galileo in 1,18-odstotno donosnost za KD Rastko, na dodatno enoto prevzetega tveganja premoženja. Kazalci uspešnosti kažejo na to, da so bili vzajemni skladi dobro upravljeni, saj tako Sharpov kot Treynorjev koeficient prikazujeta pozitivne rezultate ter višje kot referenčni indeks SBI20. Pomembno pri tem pa je, da se upravljevalec KD Investmens zaveda, kako je prišel do teh rezultatov pri upravljanju vzajemnih skladov, in predstavljena uspešnost ni le del naložbene sreče.

5.5. Metoda povprečnega stroška na primeru vzajemnega sklada Galileo

Vlagatelji se pogosto sprašujejo, kdaj je najbolj primeren čas za nakup točk vzajemnega sklada. VEP vzajemnega sklada se giblje v odvisnosti od sestave portfelja, za katerega je

značilna tudi določena volatilitnost. Največja smola, ki se lahko vlagatelju zgodi, je da svoje premoženje vloži, ko je VEP zelo visok, nato pa sledi del cikla, ki prinaša negativne donosnosti. Da bi omilili to tveganje oziroma ga izkoristili v svoj prid, se je v svetu razvila metoda povprečnega stroška-**Dollar Cost Averaging** (Fredman, 1993, str. 183-185). To je preprosta, vendar učinkovita metoda, ki predpostavlja periodično kupovanje točk vzajemnega sklada. Ta metoda je še posebej priporočljiva za povprečnega vlagatelja, ki nima ustreznega znanja oziroma špekulativnih predvidevanj o prihodnjem gibanju trga.

Najprimernejši čas za vplačila je ob padanju vrednosti točk, tako lahko za enak znesek kupimo več točk kot pa takrat, ko so dražje. Poglejmo primer hipotetičnega vlagatelja, ki je v sklad KD Galileo v prvem polletju 2002²¹ na začetku vsakega meseca vložil 100.000 SIT. Najbolj neugoden nakup je bil v juniju, ko bi za vloženi znesek pridobili najmanj točk. Najbolje pa bi vložili v januarju, ko je bila v izbranem obdobju vrednost točke najnižja. Ker pa je borzni trg nepredvidljiv in ne moremo vnaprej natančno vedeti, kdaj bodo vrednosti najnižje, pri predstavljeni metodi vidimo prednosti, ki nastajajo, če v vzajemne sklade vlagamo periodično. Tako enkrat za isti vložek denarja kupimo točko po višji ceni in pridobimo manj točk sklada, spet drugič kupimo točke po nižji ceni in pridobimo več točk sklada. S tem izničimo tveganje, da bi ves vložek naložili v trenutku, ko bi bila točka najdražja, nato pa bi začela njena cena padati.

Tabela 7: Prikaz stroškov/prihrankov po metodi povprečnega stroška in ob enkratnem nakupu točk vzajemnega sklada

	Mesečni vložek	Vrednost točke vzajemnega sklada KD Galileo v SIT	Število kupljenih točk	povprečni strošek nakupa ene točke v SIT
1.jan.2002	100.000	1.117,63	89,5	1117,6
1.feb.2002	100.000	1.149,47	87,0	1133,3
1.mar.2002	100.000	1.178,99	84,8	1148,1
1.apr.2002	100.000	1.360,14	73,5	1194,7
1.maj.2002	100.000	1.454,05	68,8	1238,9
1.jun.2002	100.000	1.524,56	65,6	1278,8
Skupaj/ povprečje	600.000 skupaj	1297,47 povprečje	469,2 skupaj	1185,3 povprečje

Vir. Lastni izračuni.

Če bi vlagatelj kupoval točke vzajemnega sklada KD Galileo po povprečni vrednosti točke v petmesečnem obdobju, ki ga spremljamo v primeru, bi za vsako točko odštel v povprečju 1297,47 SIT. Če kupuje točke periodično, je povprečna vrednost točke 1185,3 SIT. Z metodo povprečnega stroška vlagatelj za vložena sredstva lahko pridobi več točk sklada, kar pomeni, da je točka vzajemnega sklada cenejša.

²¹ Prvo polletje leta 2002 je bil čas največje rasti točke vzajemnega sklada KD Galileo in pri metodi povprečnega stroška najbolj nazorno predstavi smiselnost vlaganja v vzajemne sklade po tej metodi.

5.6. Prihodnost vzajemnih skladov KD Investments

Prihodnost varčevanja v vzajemnih skladih je vsekakor obetajoča, saj vse več vlagateljev zaupa svoje premoženje tovrstnim naložbam. Koliko tega premoženja bo v svoje vzajemne sklade pridobila družba za upravljanje KD Investments, je odvisno od mnogih faktorjev. Najpomembnejša je seveda uspešnost upravljanja, ki se odraža v donosnosti, pri čemer pa se, kot vemo, ne sme zanemariti tveganja.

Na trgu obstajajo tveganju bolj ter manj naklonjeni investitorji in investitorji, ki iščejo različne naložbene možnosti znotraj različnih vzajemnih skladov. Družba KD Investments se tega dobro zaveda, saj v junija 2006 upravlja že z desetimi vzajemnimi skladi. Kar pet od njih je bilo ustanovljenih v prvem polletju tega leta. Tako imajo geografsko specializirane sklade- KD Novi trgi, ki vlagajo v razvijajoče se dele sveta, KD Severna Amerika, ki že samo ime pove naložbeni tip ter KD Balkan. Najnovejša pridobitev pa sta dva panožno specializirana vzajemna sklada, in sicer KD Surovine in energija ter KD Tehnologija.

V prihodnje je pričakovati ustanovitev še kakšnega tipa vzajemnega sklada, tak tip je npr. hedge sklad ter EFT. Preko KD Investments se lahko pristopi tudi v sklade njihovih podružnic ter hčerinskih družb, ki so razporejene po vsej JV Evropi in ponujajo širok izbor vzajemnih skladov. Krovna družba KD Group postaja vse bolj pomemben igralec na slovenskem finančnem trgu. Že sedaj ima v lasti dve zavarovalnici, ki ju je združil pod enotnim imenom Adriatic-Slovenica. Preko zavarovalnic ponujajo različna življenjska zavarovanja, ki temeljijo na vlaganju v vzajemne sklade KD Investments, naj samo omenim Fondpolica ter Fondgarant.

Srečujemo se s situacijo, ko je ponudba vzajemnih skladov tako pestra in številčna, da bo za posamičnega vlagatelja zelo težko samostojno izbrati vzajemni sklad. Težko je razumeti vse naložbene politike, izpostavljenost tveganjem in optimalno kombinacijo posameznih skladov, zato je za povprečnega vlagatelja priporočljiv finančni svetovalec oziroma KD Investments ponuja to storitev na t. i. finančnih točkah. To predvideva tudi določilo Agencije za trg vrednostnih papirjev, da bo morala pristopna izjava vsakega vzajemnega sklada vsebovati postavko, ki bo določala vlagateljev profil in želje. Pooblaščen osebica mu bo dolžna predlagati, kateri vzajemni sklad je primeren glede na njegove preference.

V prid dolgoročnemu varčevanju govori dejstvo, da je v Sloveniji vedno manj delovno aktivnega prebivalstva, ki prispeva sredstva v pokojninsko blagajno. Tako v ospredje vse bolj prihaja vzpodbujanje varčevanja za pokoj, za kar pa je ravno varčevanje v vzajemnih skladih eno najbolj primernih. Tovrstno varčevanje je nevarno predvsem za tiste, ki šele začenjajo z vlaganjem in sledijo predvsem visokim preteklim donosom, premalo pa so pozorni na stopnjo tveganosti posameznega sklada. Mnogo vlagateljev namreč vstopi v vzajemni sklad šele v drugem delu rastočega cikla ali celo na koncu. Verjetno bi v tistem trenutku lahko izbrali kakšno boljšo možnost, denimo, da bi svoje premoženje razdelili v sklade z različnimi naložbenimi politikami. Slovenski trg bo potreboval še nekaj časa, da se bo na njem

vzpostavilo neko primerno ravnotežje med posameznimi vrstami skladov, predvsem v smeri večjega deleža obvezniških skladov in skladov denarnega trga, kot je to sicer značilno za bolj razvita okolja.

Da bodo domače družbe za upravljanje obdržale in pritegnile nove vlagatelje, se bodo morale še toliko bolj potruditi, saj bodo s poenotenjem in liberalizacijo evropskega trga lahko vlagali pod istimi pogoji kjerkoli v Evropi. Tega se seveda prav dobro zavedajo, saj pričakujemo lahko večjo specializacijo tako na strani upravljavcev, kot tudi tržnikov, ki bodo morali svoja znanja in delovanja nadgraditi v smislu finančnega svetovanja, ker bo to zahtevala kompleksnost produktov in bodo vlagatelji to od njih pričakovali. Pričakujemo tudi, da bodo vzajemni skladi začeli vzpostavljati osrednjo institucionalno okolje za delovanje Ljubljanske borze, kateri lahko dajo dodaten zagon in interes, da se prilagodi novi dinamiki. Vsekakor pa bodo na nadaljnji potek vplivale tudi reforme. Če bodo reforme vzpodbudne in bodo prinesle večjo podjetniško stimulacijo, se bo celoten trg kapitala na to pozitivno odzval, pri tem je mišljena predvsem davčna reforma.

6. SKLEP

Podjetje KD Investments se je s svojimi vzajemnimi skladi vsekakor zapisalo v zgodovino slovenskega finančnega dogajanja v svojih skoraj petnajstih letih delovanja, pa naj si bo to z najstarejšim vzajemnim skladom, s katerim upravlja, KD Galileom, ali pa kot družba za upravljanje z največjim premoženjem v upravljanju. Vodilni položaj drži od samega začetka nastanka in je še danes največji domači igralec na slovenskem finančnem trgu.

Vse to kaže na uspešno upravljanje z vzajemnimi skladi, ki so bili vselej prvi na lestvicah uspešnosti. KD Galileo je bil večkrat proglašen celo za najuspešnejši primerljivi vzajemni sklad na svetu, sklada KD Bond in KD Rastko pa sta ta naslov dosegla med slovenskimi skladi. Uspešno so se prilagajali spremembam v slovenski zakonodaji, ki določa pravila na tem področju, ZISDU-1 in je v skladu z smernicami Evropske unije. Tako so zaznali priložnost na tujih trgih in ko jim je to dovoljevala zakonodaja, so sredstva postopoma selili izven mej Slovenije, saj so hitro spoznali slabost, če si omejen le na en trg, predvsem če je ta slabo likviden, kot je slovenski. V dobrem letu so vsi skladi, razen vzajemnega sklada KD MM, vsaj polovico sredstev preselili na tuje trge in so odvisni od gibanja različnih svetovnih borznih indeksov ter globalnih trendov gospodarskega gibanja.

Novi zakon je omogočil nastanek novih vzajemnih skladov, ki so vlagali v različne dele sveta, še posebej tiste, katerih trgi so podcenjeni, oziroma na tistih, kjer je pričakovati visoke stopnje rasti, kot so JV Evropa ter razvijajoči se trgi Azije in Južne Amerike. KD Investments je z ustanovitvijo novih vzajemnih skladov aktiven tudi na teh trgih, ki so dobra alternativa stagnirajočemu slovenskemu trgu, ki smo mu bili priča v letu 2005, in je slovenskim vlagateljem dal vedeti, da je konec nekega obdobja, v katerem so bili visoki donosi nekaj povsem običajnega.

Uspešnosti delovanja vzajemnih skladov ne gre ocenjevati le preko donosnosti. Videli smo namreč, kako lahko pretekla donosnost zavaja vlagatelje, kar sem poskušal predstaviti na primeru izjemnih skokov VEP vzajemnih skladov v prvih dneh delovanja. Na primeru analize vzajemnih skladov smo lahko videli, da je pri primerjavi oziroma ocenitvi uspešnosti bistveno upoštevati tveganje, ki smo ga računali s standardnim odklonom donosnosti ter presežkom donosnosti na enoto tveganja. Prišli smo do zaključka, da npr. vzajemni sklad, ki je bil v obdobju najbolj donosen, ni bil upravljan najuspešnejše. To smo lahko spoznali na primerjavi vzajemnih skladov KD Galileo in KD Bond, kjer je bil KD Galileo najbolj donosen izmed skladov, vendar so kazalci uspešnosti pokazali, da je bil KD Bond glede na naložbe, v katere vlaga, najuspešnejši.

Vlagatelji se morajo zavedati tveganja in stroškov, ki ga prinaša posamezni vzajemni sklad. Preden se odloči za naložbo, se mora vprašati, kaj je njegov namen in kakšen je cilj njegovega varčevanja. Samo ob vnaprej določenih realno zastavljenih ciljev in zavedanjem prevzetega tveganja, ki ga naložba prinaša, vlagatelj odgovorno ravna s svojimi prihranki in se izogne neprijetnim presenečenjem ob morebitnih padcih donosnosti.

LITERATURA

1. Androjna Roman: Slovenski delniški trg ostaja zanimiv. Delo, Ljubljana, 16.01.2006, str. 6.
2. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta. 2002. 292 str.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. Third Edition. Boston : McGraw-Hill, 1996. 937 str.
4. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. Fourth Edition. New York : McGraw-Hill, 1999. 967 str.
5. Bogle John C.: Bogle on Mutual Funds. Burr Ridge : Irwin, 1994. 320 str.
6. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
7. Fredman Albert J., How Mutual Funds Work. New York : New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
8. Fabozzi Frank J.: The Handbook of Fixed Income Securities. Sixth Edition. New York : McGraw-Hill, 2001. 1373 str.
9. Garbajs Marko: Več kot polovica Slovencev ne ve, kaj so vzajemni skladi. Poslovni dnevnik, Ljubljana, 07.01.2006.
10. Grgič Maja: Poplava novih vzajemnih skladov. Delo, Ljubljana, 04.01.2006.
11. Hribernik Markovič Tanja: Osnove finančnega poslovanja. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2004. 36 str.
12. Huber Rok: Balkan, hit med slovenskimi vlagatelji. Manager, Ljubljana, 06.04.2006, 80-81 str.
13. Kocbek Marijan, Plavšak Nina: Predpisi o trgu vrednostnih papirjev, o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Ljubljana : Uradni list Republike Slovenije, 1994. 224 str.
14. Kodrič Sandi: Finančne novice. 4. izd. Ljubljana : Vzajemci, 2005. 15 str.
15. Kodrič Sandi, Krivec Vasilij: Vzajemci 2005. Katalog vzajemnih skladov. 1. izd., Ljubljana : Vzajemci, 2005. 163 str.
16. Lubej Samo: Vzajemni skladi, koliko plačamo za njihovo upravljanje. Večer, Maribor, 15.03.2004.
17. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. 2. razširjena izdaja. Maribor : Kapital, 2005. 143 str.
18. Lubej Samo: Vzajemni skladi: Dinamičen razvoj trga. Kapital, Ljubljana, 23.01.2006.
19. Lubej Samo: Vzajemni skladi kot modno blago?. Kapital, Ljubljana, 384(2006a), 16, str. 24-25.
20. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 75 str.
21. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Učno gradivo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000a. 125 str.
22. Novak Simona: Mesto in vloga vzajemnih skladov med finančnimi posredniki. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 84 str.

23. Pinterič Jan: Otroci privatizacije. Delo, Ljubljana, 25.03.2005.
24. Ribnikar Ivan: Od denarja do medvedjega trenda. Ljubljana : CISEF, 1994. 229 str.
25. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey A.: Corporate Finance. Third Edition. Homewood : Irwin, 1993. 912 str.
26. Rowland Mary: A Commonsense Guide to Mutual Funds. Princeton : Bloomberg Press, 1996. 138 str.
27. Rugg Donald D.: The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds. Homewood (III): Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
28. Saksida Aleksandra: Navaditi se bo treba na nove oblike varčevanja. Profit, 24.04.2002.
29. Sedej Tanja: Provizije spodkopavajo donos. Spekter, Maribor, 14.03.2005.
30. Sharpe William F., Alexander Gordon J., Bailey Jeffrey V: Investments. Upper Saddle River : Prentice hall, 1999. 962 str.
31. Strong Robert A.: Portfolio Construction, Management, and Protection. Thomson, 2003. 652 str.
32. Wuorio Jeff: CNBC guide to money and markets. New York : J. Wiley, 2002. 175 str.
33. Žnidaršič-Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna : Dej, 1999. 421 str.

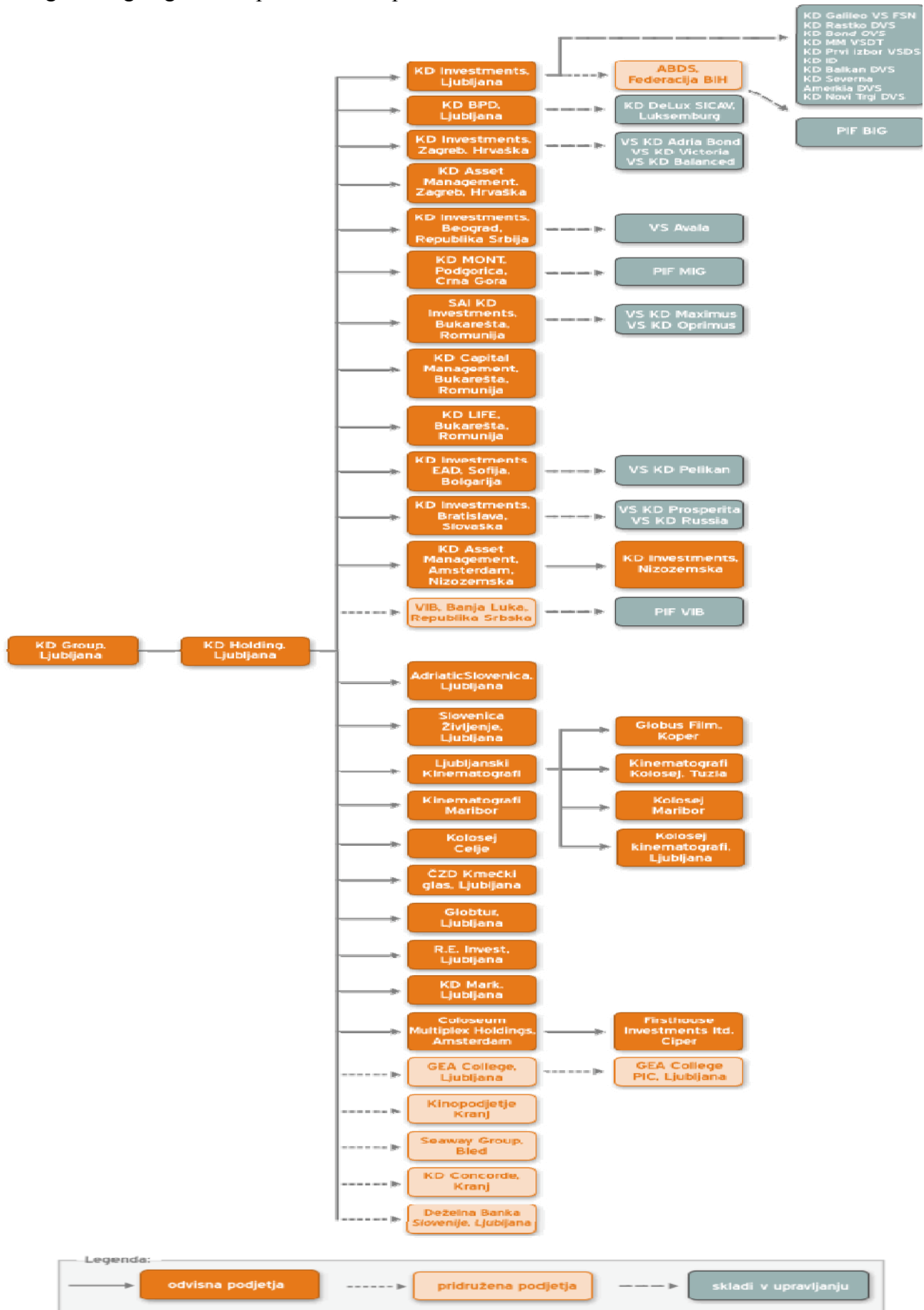
VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.atvp.si/>], maj 2006.
2. Arhiv vrednosti enot premoženja vzajemnih skladov. [URL: <http://www.kd-group.si/index.php?ndx=4&pid=17&id=344&cmd=lst&t=slo&f=arhiv>], 31.03.2006.
3. Borzni indeks SBI20. [URL:<http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=exklQ0kH NJHC7emn>], 25.04.2006.
4. Finančna točka. [URL: <http://www.financna-tocka.si>], 2006.
5. Finančni trgi. Ljubljana : Banka Slovenije, januar 2006, 28 str.
6. Mutual Fund Fact Book; Investments Company Institute. [URL: http://www.ici.org/stats/mf/ww_12_05.html#TopOfPage], 20.04.2006.
7. Letno poročilo Banke Slovenije v letu 2004. Ljubljana : Banka Slovenije, 2005, 118 str.
8. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.ljse.si>], apr. 2006.
9. KD Bond, obvezniški vzajemni sklad. Letno poročilo in računovodski izkazi za leto končano 31. decembra 2005. Ljubljana : KD Investments, 2006. 53 str.
10. KD Galileo, vzajemni sklad fleksibilne strukture naložb. Letno poročilo in računovodski izkazi za leto končano 31. decembra 2005. Ljubljana : KD Investments, 2006. 60 str.
11. KD Group. Letno poročilo 2003. Ljubljana : KD Group, 2004, 121 str.
12. KD Group. Letno poročilo 2004. Ljubljana : KD Group, 2005, 86 str.
13. KD MM, vzajemni sklad denarnega trga. Letno poročilo in računovodski izkazi za leto končano 31. decembra 2005. Ljubljana : KD Investments, 2006. 45 str.
14. KD Prvi izbor, vzajemni sklad delniških skladov. Letno poročilo in računovodski izkazi za leto končano 31. decembra 2005. Ljubljana : KD Investments, 2006. 54 str.

15. KD Rastko, delniški vzajemni sklad. Letno poročilo in računovodski izkazi za leto končano 31. decembra 2005. Ljubljana : KD Investments, 2006. 49 str.
16. KDO. Poslovni časopis skupine KD Group. Ljubljana : KD Group, november 2005. 34 str.
17. KDO. Poslovni časopis skupine KD Group. Ljubljana : KD Group, maj 2006. 34 str.
18. Monografija ob 10. obletnici ustanovitve tedanje Kmečke družbe. Ljubljana : KD Group, 2004. 179 str.
19. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003. 40 str.
20. Prednosti in slabosti domačih in tujih upravljavcev vzajemnih skladov.
[URL: http://www.financnicenter.si/kapitalskitrg_det.php?id=2], 30.01.2006.
21. Prospekt vzajemnega sklada KD Bond. Ljubljana : KD Investments, november 2005. 44 str.
22. Prospekt vzajemnega sklada KD Galileo. Ljubljana : KD Investments, julij 2005. 97 str.
23. Prospekt vzajemnega sklada KD MM. Ljubljana : KD Investments, julij 2005. 76 str.
24. Prospekt vzajemnega sklada KD Prvi izbor. Ljubljana : KD Investments, julij 2005. 79 str.
25. Prospekt vzajemnega sklada KD Rastko. Ljubljana : KD Investments, oktober 2004. 44 str.
26. Spletna stran podjetja KD Group. [URL: <http://www.kd-group.si>], april 2006.
27. Spletni portal vzajemnih skladov. [URL: <http://www.vzajemci.com>], 2006.
28. Sredstva v upravljanju vzajemnih skladov KD Investments.
[URL: <http://www.financnatocka.si/statistika.php?mode=obseg&period=m1&tip=&valuta=SIT&sklad=&act=>], 15.04.2006.
29. Svetovno združnje borz. [URL: <http://www.world-exchanges.org>], 17.05.2006.
30. Stroški in provizije vzajemnih skladov.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_provizije.php], 25.05.2006.
31. Struktra naložb vzajemnih skladov KD Investments. [URL: <http://www.financnatocka.si/nalozbe.php?sklad>], 20.02.2006.
32. Tržni delež slovenskih družb za upravljanje.
[URL:<http://www.vzajemci.com/dzu.php?dzu=KDI>], 15.05.2006.
33. Sredstva v slovenskih vzajemnih skladih.
[URL:http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php], 05.05.2006.
34. Tveganje vzajemnih skladov KD Investments.
[URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=4569>], 30.05.2006.
35. Zakon o dohodnini (Zdoh-1) (Uradni list RS, št. 56/04, 62/04, 63/04, 80/04 in 139/04).
36. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS št. 110/2002).
37. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99, 31/00, 52/02, 117/03, 16/04 in 86/04, ZTVP-1).
38. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov. [URL: <http://www.zdu-giz.si>], 16.01.2006.

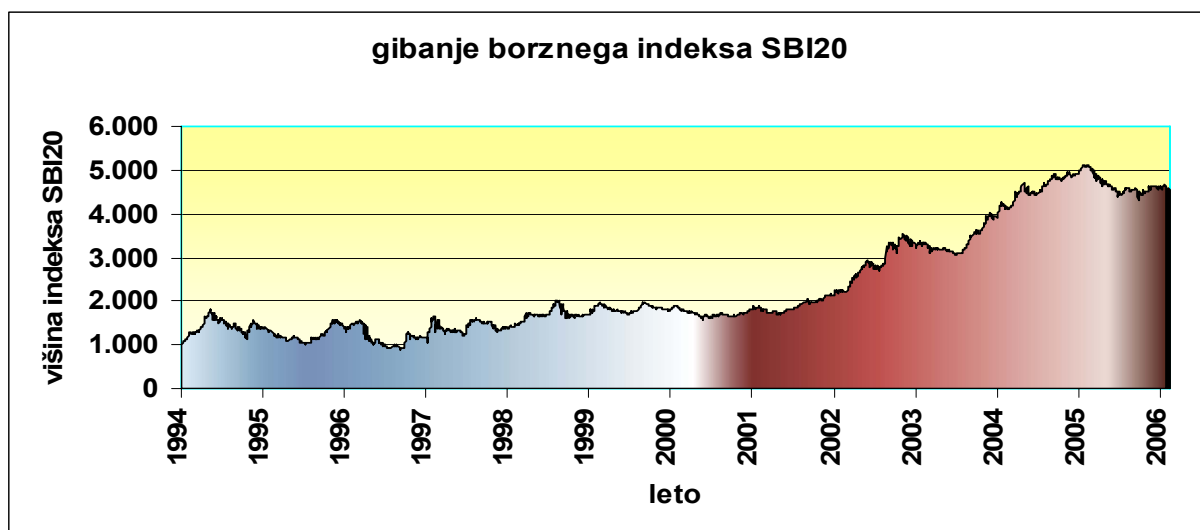
PRILOGE

Priloga 1: Organigram Skupine KD Group



Vir: Spletna stran podjetja KD Group, 2006.

Priloga 2: Gibanje borznega indeksa SBI20 v letih 1994-2006



Vir: Borzni indeks SBI20, 2006; Lastni prikaz.

Priloga 3: Gibanje tržnih deležev slovenskih družb za upravljanje med leti 1999-2005

leto	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Abančna DZU d.o.o.	14,85	10,83	10,39	6,93	5,95	5,71	5,78	5,54
Ilirika DZU d.o.o.	2,11	2,07	1,61	2,60	4,27	6,35	5,01	5,63
KBM Infond d.o.o.	3,81	4,24	4,06	6,75	6,49	5,96	4,46	5,88
KD Investments d.o.o.	66,57	64,36	63,07	60,62	57,08	46,11	29,42	30,02
Krekova družba DZU d.o.o.	0,00	2,94	3,89	5,71	4,92	3,28	2,10	2,12
Medvešek Pušnik DZU d.d.	0,00	0,00	0,00	0,00	2,46	3,09	4,28	6,02
NFD d.o.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,71	0,86	0,89
NLB Skladi d.o.o.	5,28	4,32	3,25	1,01	0,74	7,94	9,56	1,68
Perspektiva DZU d.o.o.	1,10	0,86	1,25	1,19	4,07	3,14	2,30	2,30
Primorski skladi d.d., Koper	4,01	3,98	3,21	1,96	1,79	1,22	3,76	3,82
Probanka DZU d.o.o.	2,13	5,34	8,38	12,92	11,99	8,08	6,25	7,16
Triglav DZU d.o.o.	0,15	1,07	0,89	0,32	0,24	2,22	22,17	24,20

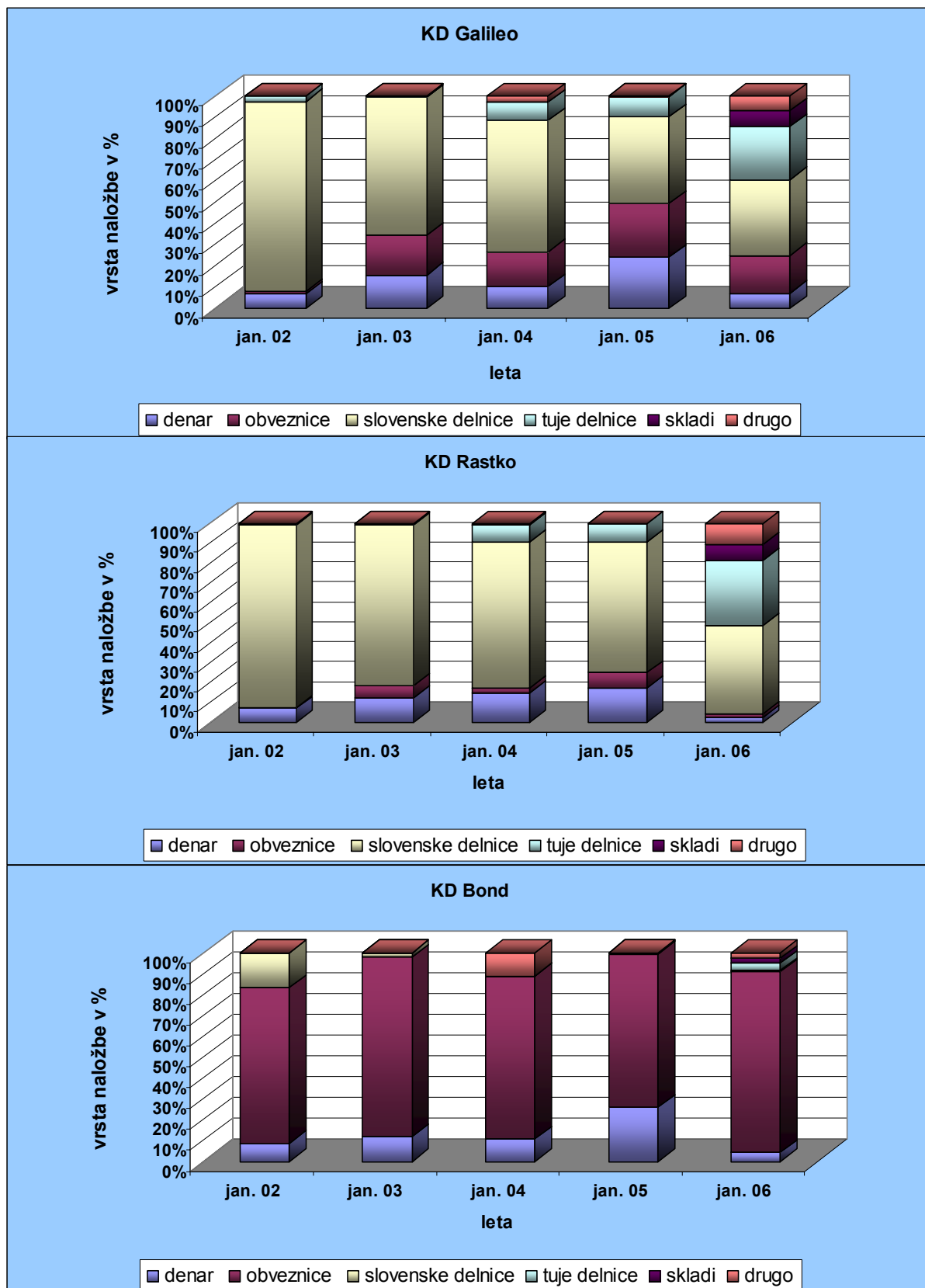
Vir: Spletni portal vzajemnih skladov, 2006.

Priloga 4: Razporeditev domačih vzajemnih skladov glede na tip med leti 1999-2006

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Delniški	15,74	20,60	20,02	22,58	24,68	28,04	50,41	56,99
Denarni	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,32	0,38
Mešani	80,73	75,86	73,97	74,00	70,38	66,88	43,13	37,35
Obvezniški	3,53	3,54	6,01	3,41	4,94	5,08	4,13	2,49
Sklad skladov	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,85	2,50

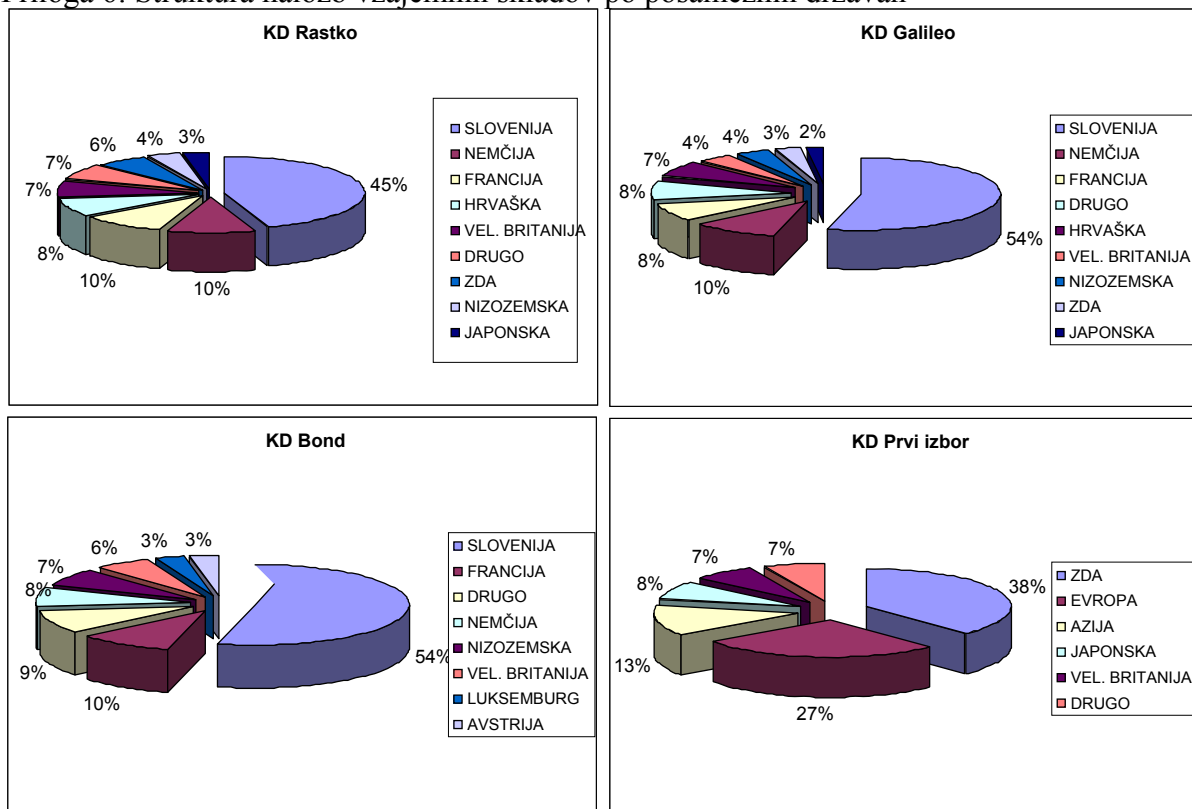
Vir: Spletni portal vzajemnih skladov, 2006.

Priloga 5: Gibanje deležev posameznih vrst naložb, v katere vlagajo vzajemni skladi KD Galileo, KD Rastko in KD Bond od jan. 2002 do jan. 2006



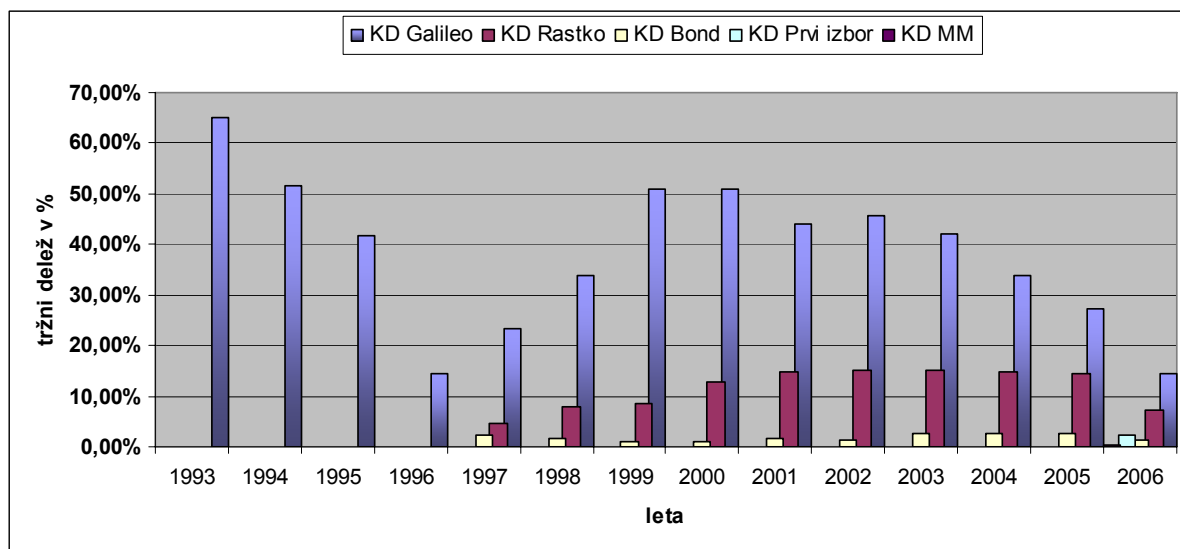
Vir: Struktura naložb vzajemnih skladov KD Investments, 2006; Lastni prikaz.

Priloga 6: Struktura naložb vzajernih skladov po posameznih državah



Vir: Finančna točka, 2006; Lastni prikaz.

Priloga 7: Gibanje tržnega deleža izbranih vzajernih skladov glede na vsa sredstva vzajernih skladov v Sloveniji v letih od 1993 do 2006



Vir: Letna poročila KD Group, 2004; Lastni izračuni.

Priloga 8: Mesečni denarni tok izbranih vzajemnih skladov v letih 2000-2006 v mio SIT

KD GALILEO								KD PRVI IZBOR	
	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	2006	2005
jan	-2.622,50	987,2	1.575,80	1.252,10	272,2	-2,9	170,9	703,5	
feb	-1.506,70	439,4	1.264,30	729,9	339,2	-43	103,3	398,3	
mar	-2.028,10	-370,1	2.186,30	321,5	617	-85,1	27,1	401,1	
apr		-356,3	2.709,60	275,1	1.013,50	-31,4	-12	104,4	
maj		-635,9	1.890,00	197,5	1.419,50	-41,5	-23,8		383,5
jun		-1.013,60	1.272,10	-173,3	1.029,00	-38,2	36,6		2.218,00
jul		-621,2	1.491,90	-80,4	795,7	-20,2	-23,4		564,7
avg		-490,7	1.789,60	364,6	905	214,9	-26,5		143,7
sep		-1.792,30	1.720,50	863,4	1.575,60	-67,4	21		457,5
okt		-1.633,00	697,2	646,2	1.235,70	143,1	-39,4		586,1
nov		-930,6	1.299,90	1.122,70	1.757,10	146,1	-46,5		483,7
dec		-753,8	-1.382,20	1.300,60	769	149,8	25,7		841,6
skupaj	-6.157,30	-7170,9	16.515,00	6.819,90	11728,5	324,2	213	1607,3	5678,8
KD RASTKO								KD MM	
	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	2006	2005
jan	-1.593,10	1.274,20	847	575,9	79,4	26,8	193,8	187,2	
feb	-952,4	886,3	776,2	401,1	118,2	10,4	122,1	-80,1	
mar	-1.493,20	310,7	1.359,10	165,4	216,5	-12,3	84,4	40,1	
apr		88,9	1.463,80	119,7	324,8	-1,6	45,8	105,3	
maj		-284,8	1.169,60	139,7	465,9	-5	47,6		2.433,60
jun		-815,1	417,1	-170,4	415,5	-10,2	40,3		-2.060,30
jul		-583,7	1.000,20	1,3	253,3	35,2	49,5		161,6
avg		-224,1	831,6	206,8	282,4	72,8	23,1		296,8
sep		-894,3	1.070,10	485,9	462,4	10,3	22,4		100,1
okt		-760,8	474,9	438,5	453,6	31,8	36,1		-5
nov		-643,9	992,2	598,6	699,3	76,2	48,5		169,1
dec		-487,1	1.793,10	639,9	444,8	53,7	45,8		-77,3
skupaj	-4.038,70	-2.133,70	12.194,90	3602,4	4216,1	288,1	759,4	252,5	1.018,60
KD BOND									
	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000		
jan	-865,8	-38,2	179,1	146,2	8	13,8	2,6		
feb	-127,2	-11,7	143,5	181	15,4	-6	1		
mar	-203,3	113,7	137	164,9	12,5	4,5	-2,7		
apr		123,9	35,2	108,8	30,2	0,4	2,9		
maj		18,9	111,4	116,6	51,3	3,3	4,3		
jun		16,7	69,4	447	48,8	4,3	9,3		
jul		23	107,4	423,3	82,2	4,7	1,2		
avg		-9,9	70,3	92,2	53,2	8,8	2,6		
sep		-17,3	69,1	-4,4	38,6	6,2	2		
okt		27,7	976,5	10,8	74,9	10,7	14,6		
nov		63,1	49,2	154,3	107	9,4	11,3		
dec		-32,5	115,1	248,7	144,7	10,5	11		
SKUPAJ	-1196,3	277,4	2063,2	2089,4	666,8	70,6	60,1		

Vir: Finančna točka, 2006.

Priloga 9: Mesečne nominalne donosnosti izbranih vzajemnih skladov v mesecih od jan. 2000 do apr. 2006

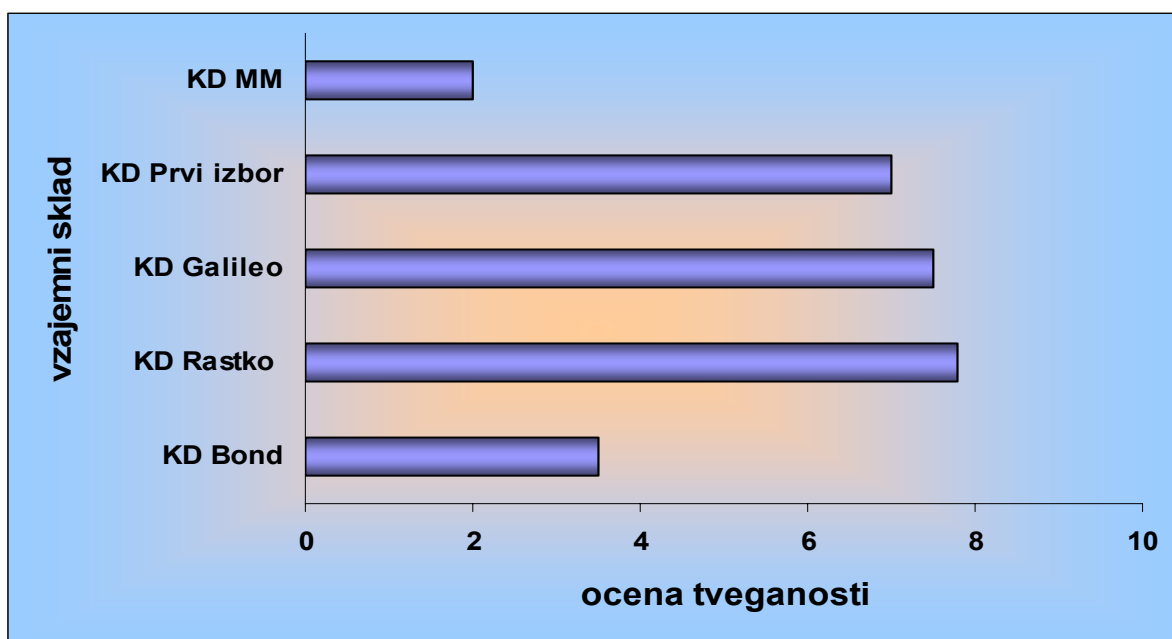
mesec	KD Galileo	KD Rastko	KD Bond	KD Prvi izbor	KD MM
jan.00	2,22%	1,71%	0,23%		
feb.00	-3,54%	-1,39%	0,90%		
mar.00	-2,91%	-4,61%	1,07%		
apr.00	-1,65%	-1,89%	1,16%		
maj.00	-2,84%	-2,70%	1,20%		
jun.00	-0,02%	1,31%	1,03%		
jul.00	0,25%	0,20%	1,35%		
avg.00	2,99%	0,09%	1,15%		
sep.00	-2,98%	-1,88%	1,01%		
okt.00	2,15%	0,77%	0,66%		
nov.00	1,89%	3,04%	1,28%		
dec.00	5,37%	4,12%	1,44%		
jan.01	1,97%	2,46%	0,58%		
feb.01	-3,93%	-4,04%	0,23%		
mar.01	-3,74%	-3,12%	-0,50%		
apr.01	0,69%	-0,05%	1,10%		
maj.01	3,82%	3,77%	1,40%		
jun.01	3,14%	4,35%	0,88%		
jul.01	5,92%	3,79%	1,15%		
avg.01	5,35%	4,50%	1,51%		
sep.01	4,13%	-0,64%	0,40%		
okt.01	3,44%	3,22%	0,38%		
nov.01	3,85%	3,85%	1,82%		
dec.01	0,23%	1,20%	0,32%		
jan.02	2,85%	4,14%	1,80%		
feb.02	2,57%	2,01%	0,91%		
mar.02	15,36%	13,40%	4,17%		
apr.02	5,70%	6,18%	1,64%		
maj.02	6,04%	6,10%	0,97%		
jun.02	-0,98%	-1,47%	1,06%		
jul.02	-2,41%	-2,91%	0,82%		
avg.02	11,06%	11,78%	1,14%		
sep.02	4,92%	4,99%	1,39%		
okt.02	3,94%	4,79%	0,80%		
nov.02	2,37%	2,96%	1,10%		
dec.02	-2,81%	-2,34%	1,13%		
jan.03	-1,02%	-1,10%	0,55%		
feb.03	-1,32%	-1,61%	0,97%		
mar.03	-0,77%	-1,55%	0,69%		
apr.03	0,45%	0,61%	0,76%		
maj.03	-0,37%	-0,32%	1,00%		

Nadaljevanje Priloge 9

mesec	KD Galileo	KD Rastko	KD Bond	KD Prvi izbor	KD MM
jun.03	-0,77%	-1,02%	0,84%		
jul.03	1,78%	1,86%	1,07%		
avg.03	5,69%	6,63%	0,55%		
sep.03	5,32%	6,62%	0,85%		
okt.03	1,18%	1,16%	0,68%		
nov.03	5,30%	5,69%	1,13%		
dec.03	0,56%	0,57%	0,74%		
jan.04	5,06%	5,80%	0,42%		
feb.04	-0,42%	-0,58%	0,29%		
mar.04	4,12%	4,40%	0,70%		
apr.04	4,11%	5,36%	0,53%		
maj.04	-3,24%	-4,20%	0,61%		
jun.04	0,81%	0,72%	0,56%		
jul.04	2,41%	2,68%	0,48%		
avg.04	1,61%	1,98%	0,44%		
sep.04	1,71%	2,43%	0,58%		
okt.04	0,07%	0,04%	0,49%		
nov.04	0,84%	0,86%	0,49%		
dec.04	0,53%	0,60%	0,84%		
jan.05	1,75%	2,78%	0,13%		
feb.05	-0,50%	-1,52%	0,26%		
mar.05	-1,42%	-2,59%	0,22%		
apr.05	-1,37%	-2,04%	0,37%		
maj.05	-0,36%	-0,34%	0,25%		
jun.05	-1,14%	-1,71%	0,56%	3,10%	0,33%
jul.05	2,40%	3,42%	0,43%	1,94%	0,22%
avg.05	0,13%	-0,16%	0,22%	-0,21%	0,30%
sep.05	0,76%	0,69%	0,68%	3,28%	0,27%
okt.05	-0,20%	-0,97%	-0,19%	-4,01%	0,27%
nov.05	3,52%	4,22%	0,30%	7,09%	0,23%
dec.05	0,79%	1,19%	0,44%	1,90%	0,59%
jan.06	1,52%	1,73%	0,05%	2,99%	0,28%
feb.06	0,95%	0,42%	0,30%	1,30%	0,23%
mar.06	2,19%	2,37%	-0,27%	0,12%	0,19%
apr.06	3,22%	2,55%	-0,34%	0,25%	0,18%

Vir: Finančna točka, 2006.

Priloga 10: Ocena tveganosti vzajemnih skladov KD Investments



Vir: Tveganje vzajemnih skladov KD Investments, 2006.