

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**RAZVOJ, PRIMERJAVA IN NOVEJŠE SMERNICE PRI  
VZAJEMNIH SKLADIH V ZDA, EVROPI IN SLOVENIJI**

**Ljubljana, november 2005**

**MITJA BERTONCELJ**

## IZJAVA

Študent Mitja Bertoncelj izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Marka Košaka, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih straneh.

V Ljubljani, dne 17. 11. 2005

Podpis:

---

## KAZALO

<b>1. UVOD.....</b>	<b>1</b>
<b>2. ZGODOVINSKI RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV.....</b>	<b>2</b>
2.1. RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V ZDA.....	3
2.2. RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V EVROPI.....	8
2.3. RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI.....	12
<b>3. PRIMERJAVA VZAJEMNIH SKLADOV V EVROPI IN ZDA.....</b>	<b>15</b>
3.1. PRIMERJAVA SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV Z OSTALIMI.....	20
<b>4. NAJVEČJE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE V ZDA, EVROPI IN SLOVENIJI.....</b>	<b>23</b>
4.1. NAJVEČJE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE V ZDA.....	23
4.2. NAJVEČJE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE V EVROPI.....	24
4.3. NAJVEČJE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE IN NAJVEČJI VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI.....	25
<b>5. SMERNICE RAZVOJA: ZDA VS. EU VS. SLOVENIJA.....</b>	<b>26</b>
5.1. SVETOVNA RAST SREDSTEV V VZAJEMNIH SKLADIH.....	26
5.2. NARAŠČANJE ŠTEVILA KATEGORIJ VZAJEMNIH SKLADOV.....	28
5.3. TRANSPARENTNOST DISTRIBUCIJE.....	30
5.4. IZPOPOLNJENA REGULACIJA VZAJEMNIH SKLADOV.....	32
5.5. UPRAVLJANJE VZAJEMNEGA SKLADA.....	33
5.6. VEČJA VLOGA ALTERNATIVNIH INVESTICIJ.....	35
5.7. "OFFSHORE" PREMIKI.....	37
5.8. RACIONALIZACIJA PRODUKTOV IN INVESTICIJE V UČINKOVITOST.....	39
5.8.1. EVROPSKI POTNI LIST ZA DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE.....	40
5.9. LASTNIŠTVO VZAJEMNIH SKLADOV PO GENERACIJAH V ZDA.....	40
<b>6. SKLEP.....</b>	<b>42</b>
<b>LITERATURA.....</b>	<b>43</b>
<b>VIRI.....</b>	<b>46</b>
<b>PRILOGE</b>	



## 1. UVOD

Ena večjih dilem sodobnih vlagateljev se pojavi pri izbiri družbe za upravljanje in ustreznega vzajemnega sklada. V Sloveniji postaja ponudba zelo raznolika. Vlagatelji lahko izbirajo med domačimi in tujimi družbami za upravljanje in njihovimi vzajemnimi skladi ter čedalje bolj uveljavljenimi indeksnimi skladi.

Slovenski vzajemni skladi imajo v primerjavi s tujino precej kratko zgodovino. V razvitih državah so vzajemni skladi že dolgo poznana oblika varčevanja; prvi so se pojavili na Nizozemskem leta 1774. V Sloveniji imamo možnost vlaganja v vzajemne sklade od leta 1992. V zadnjem času se v Sloveniji neobičajni postopki prodaje (od vrat do vrat, nelegalno trženje tujih vzajemnih skladov) in trženja (pretirano oglaševanje preteklih donosov) počasi umikajo, uveljavljajo pa se standardi, ki veljajo drugod po svetu. S sprejetjem ZISDU-1 (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje-1) in vstopom v Evropsko unijo se razvoj vzajemnih skladov približuje razvitim državam. Slovenske družbe za upravljanje investirajo v tuje vrednostne papirje, pojavljajo se novi vzajemni skladi. Varčevanje v vzajemnih skladih pa je kljub temu še vedno razmeroma skromno.

Namen diplomskega dela je predstavitev in primerjava razvoja vzajemnih skladov v ZDA, Evropi in Sloveniji, medsebojna primerjava ter predstavitev smernic, ki nakazujejo razvoj panoge v prihodnosti. Ker so ZDA najbolj razvit trg, se vse novosti na tem trgu sčasoma pojavijo v Evropi in Sloveniji. Sprejetje Zelene knjige o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade prinaša v evropsko zakonodajo nove ideje in rešitve. V diplomskem delu bom z medsebojno primerjavo vzajemnih skladov po svetu poskušal umestiti slovenske ter nakazati njihove možne razvojne poti in težave, s katerimi se že spoprijemajo na razvitih trgih.

Diplomska naloga je razdeljena na šest vsebinskih sklopov. Uvodu sledi poglavje, ki obravnava zgodovinski razvoj vzajemnih skladov v ZDA, Evropi in Sloveniji. Opisana so nova zgodovinska dognanja in razvoj zakonodaje v ZDA. Tretje poglavje vsebuje medsebojno primerjavo trga v ZDA in Evropi ter primerjavo značilnosti slovenskega trga vzajemnih skladov z ostalimi. V četrtem poglavju so s pomočjo FERI-FMI podatkovne baze predstavljene največje družbe za upravljanje v ZDA, Evropi in Sloveniji. V petem poglavju so predstavljene smernice razvoja in aktualna vprašanja, ki se pojavljajo na razvitih trgih. Tu gre predvsem za vprašanje hitre rasti sredstev v upravljanju po svetu in naraščajočega števila vzajemnih skladov v različnih kategorijah. Močnejša regulacija, transparentnost distribucije in razkritja družb za upravljanje so vprašanja, ki se v Sloveniji zaenkrat še ne pojavljajo, v svetu pa je tem temam namenjeno veliko pozornosti. Predzadnja točka je namenjena racionalizaciji in uvedbi evropskega potnega lista za družbe za upravljanje. Sklepna točka petega poglavja je namenjena predstavitvi značilnosti strukture varčevalcev v ZDA. V zadnjem poglavju pa so povzeti zaključki in končne ugotovitve diplomske naloge.

## 2. ZGODOVINSKI RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV

Ideja o diverzifikaciji tveganja in doseganju višje donosnosti ob sprejemljivi oziroma dani stopnji tveganja je zelo stara. V tem poglavju je predstavljen razvoj vzajemnih skladov od prvih začetkov na Nizozemskem do kratkega zgodovinskega pregleda za Slovenijo. Časovna preglednica je v Prilogi 1.

Evropski kolonializem je v 15. stoletju pripomogel k nastanku delniških družb. Najprej so se pojavile v Veliki Britaniji in na Nizozemskem. Prva delniška družba *Mystery & Company of Merchant Adventurers for the Discovery of Regions, Dominions, Islands & Places Unknown* je nastala leta 1551 (Groznik, 2003, str. 23).

Nizozemski trgovec in borzni posrednik Abraham van Ketwich je junija leta 1774, skoraj stoletje pred začetkom vzajemnih skladov v anglosaksonskih državah, iznašel vpis investitorjev v družbo imenovano *Eendragt Maakt Magt*, kar je bilo geslo tedanje Nizozemske republike (Rouwenhorst, 2004, str. 5).

Družba je kupovala obveznice izdane v Avstriji, Nemčiji, Španiji, Švedski, Rusiji, na Danskem in kolonialnih plantažah Srednje in Južne Amerike. Garantirana je bila štiri odstotna dividendna donosnost s popravki glede na letne prihodke sklada. Vpis deležev je bil mogoč do prodaje 2000 delnic v nominalnem znesku 500 goldinarjev (imenskih in na prinosnika), s katerimi se je pozneje trgovalo na borzi. Sklad je bil ustanovljen za obdobje 25-ih let. Začetni uspeh je konzorcij bank *Utrecht* prepričal, da so leta 1776 ustanovile sklad *Voordeelig en Voorsigtig*, ki se je v svojem prospektu skliceval na poslovanje Van Ketwichovega sklada (Rouwenhorst, 2004, str. 6-10).

Pet let kasneje Abraham van Ketwich ustanovi svoj drugi sklad *Concordia Res Parve Cresunt* (latinska izpeljava imena *Eendragt Maakt Magt*<sup>1</sup>). Upad prihodkov je leta 1782 odložil likvidacijski načrt in do konca stoletja sta se sklada iz uradne kotacije preselila na sivi trg. Oba sklada je leta 1803 prevzelo podjetje Van Ketwich in Voomberg. *Eendragt Maakt Magt* je bil likvidiran leta 1824 z izplačilom 61 goldinarjev nad nominalno vrednostjo. Sklad *Concordia Res Parve Cresunt*, ki je obstajal kar 114 let, je ob svoji likvidaciji izplačal 87 odstotkov nominalne vrednosti in do danes ohranil naslov najdlje obstoječega vzajemnega sklada (Rouwenhorst, 2004, str. 10-12).

Kapitalizem je povzročil razmah delniških družb. Pomembna borzna središča v 19. stoletju so bila London, Pariz, Bruselj, New York in St. Petersburg (Gotzeman, 1990). Nizozemski kralj William I. je leta 1822 ustanovil investicijsko družbo *Societe Generale des Pays-Bas pur Favoriser L'industrie Nationale*. V Švici je leta 1849 začel poslovati sklad *Société civile Genèveoise d'emploi de fonds*.

---

<sup>1</sup> Avtor reka je rimski zgodovinar Sallust: »*Concordia res parvae crescunt, discordia maximae dilabuntur*«, v prevodu: »V harmoniji majhne stvari rastejo, razhajanja porušijo največje«.

V Londonu so leta 1868 registrirali *Foreign and Colonial Government Trust*. Sklad je podobno kot *Eendragt Maakt Magt* investiral v tuje državne obveznice. V prospektu so zapisali, da želijo investitorjem s skromnejšimi sredstvi omogočiti privilegije velikih kapitalistov z znižanjem tveganja in razpršitvijo naložb. Do leta 1875 je bilo v Londonu registriranih osemnajst skladov (Rouwenhorts, 2004, str. 17). Zamisel se je razširila na Škotsko, kjer je navdušila varčne Škote. Ti so namreč sloveli kot skromni ljudje, ki so se izogibali lahkomišelnim nakupom. V tem obdobju je Škot Robert Fleming ustanovil sklad *First Scottish American Investment Trust*. Sklad je investiral v podjetniške obveznice, ki so jih izdale železnice v ZDA (Lynch, Rothchild, 2002, str. 109).

Nemški sklad ustanovljen leta 1923, se je imenoval *Zickert'sche Kapitalverein*. Prvi investicijski skladi so bili ustanovljeni zaradi izvedbe večjih projektov. Večje število investitorjev je svoj denar vložilo za financiranje in izpeljavo zamišljenega projekta. Majhni investitorji so bili tako podvrženi manjšemu tveganju pri investicijah v tuje in kolonialne papirje, kar je bilo do tistega časa rezervirano samo za velike delničarje (Lubej, 2005, str. 29).

Zaprti skladi (angl. *Closed-End Investment Funds*) so investicijski skladi s fiksnim obsegom kapitala, kar pomeni, da ob začetni prodaji novih delnic (angl. *initial public offer*) izdajo točno določeno število delnic, ki jih prejmejo vlagatelji v zameno za vložena sredstva. Zbrani kapital se vlaga v naložbe, ki so bile že vnaprej opredeljene z investicijsko politiko sklada. Uspešnost poslovanja sklada se odraža skozi vrednost njegovih delnic in izplačanega dobička na delnico v obliki dividende. Tržni tečaj delnice zaprtega sklada ni enak vrednosti aktive na delnico, ampak je odvisen od ponudbe in povpraševanja na sekundarnem trgu. Lahko je diskontna ali premijska cena glede na neto vrednost aktive, navadno gre za diskont v višini od 5 do 20 odstotkov pod neto vrednostjo aktive (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 33).

Visoka gospodarska rast v ZDA je povzročila nastanek manjših investicijskih podjetij v Bostonu, Philadelphiji in New Yorku. Ti so bili v prvi vrsti namenjeni izogibanju plačila davkov in regulaciji (Baumol et al., 1993, str. 27). Prvi investicijski skladi v ZDA so bili *Massachusetts Hospital Life Insurance Company* (1823), *New York Stock Trust* (1889) in *Boston Personal Property Trust* (1893). Število je v naslednjih letih hitro naraščalo: *Railway Light and Securities Co.* (1904), *American International Corporation* (1915) in *Unites States and Foreign Securities Corporation* (1924) (Gotzemann, 1990).

## **2.1. RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V ZDA**

Zgodovinski datum za vzajemne sklade je 21. marec leta 1924, ko je v Bostonu Edvard G. Leffler ustanovil *Massachusetts Investors Trust*. To je bil prvi investicijski sklad odprtega tipa. Do konca leta je pristopne izjave podpisalo 200 vlagateljev, ki so kupili 32.296 investicijskih kuponov. Sklad je v enem letu povečal sredstva v upravljanju od začetnih 50.000 na 392.000 USD (Merriman, 2005).

Odprti investicijski skladi (angl. *Open-end Investment Company/Fund*) nudijo investitorjem možnost razpršitve tveganja. So najpomembnejši in najbolj razširjen tip investicijskih skladov v ZDA. Njihova glavna značilnost je, da se število izdanih enot premoženja odprtih investicijskih skladov spreminja vsakodnevno (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 29). Investitorji enote premoženja vzajemnih skladov kupujejo in prodajajo neposredno od družb za upravljanje ali njihovih agentov. Delničarji na nek način upravljajo odprti investicijski sklad s svojim ravnanjem, saj lahko kadarkoli v sklad pridejo ali iz njega odidejo. Upravitelji vzajemnih skladov so močno motivirani za doseganje uspešnosti pri upravljanju premoženja, saj tako lažje pridobijo nove stranke (Kleindienst, 2001, str. 441). Vrednost kupona je enaka izračunani čisti vrednosti premoženja na enoto ob zaključku borznega poslovanja za tisti dan. Vsi, ki vplačajo v sklad do določene ure, dobijo kupone po enaki ceni (Jesenek, 2003, str. 77).

Leta 1928, štiri leta po prvem odprtem vzajemnem skladu, je investicijska družba *Scudder Stevens & Clark* v Bostonu ustanovila *First Investments Consuel Corp.*, prvi sklad brez vstopnih provizij. Sklad še vedno posluje pod imenom *Scudder Income Fund* (Merriman, 2005).

Vzajemni skladi brez vstopnih provizij (angl. *no-loaded funds*) so skladi, kjer investitorji ne plačajo vstopnih stroškov. Od skladov z vstopnimi stroški se razlikujejo po tem, da lahko investitor pristopi k tem skladom samo pri družbi za upravljanje. Razlika je približno takšna, kot če kupujemo v trgovinah na debelo ali drobno. Ti skladi imajo lahko izstopno provizijo (angl. *redemption fee*), če investitor izstopi iz sklada pred potekom določenega obdobja, npr. enega leta. S tem ukrepom se preprečuje morebiten špekulativen nakup in prodajo enot premoženja sklada (Rugg, 1986, str. 29).

Zanimivo je pogledati, kakšna je bila v tistem času ekonomska teorija, ki se je ukvarjala z upravljanjem premoženja. Leta 1924 je izšla knjiga Edgar Lawrence Smitha *Delnice kot dolgoročna naložba* pri založbi *Macmillan Company*. V njej avtor analizira dvanajst hipotetičnih delniških portfeljev z obvezniškimi med leti 1901 in 1922. Ugotovil je, da so v enajstih primerih delnice donosnejše od obveznic. Podobne teste je opravil za donose med leti 1866 in 1899. Bil je med prvimi avtorji, ki so prepoznali tehnične cikle. Postavil je tezo, da imajo leta, ki se končajo na 7, najslabše donose, medtem ko leta, ki se končajo na 5, prinašajo najboljše donose. Smith na podlagi rezultatov zagovarja avtomatično reinvestiranje izplačanih dividend. Vzajemni skladi so s politiko reinvestiranja pričeli po letu 1946 (Merriman, 2005).

Borzni zlom na »črni petek«, 25. oktobra 1929, na newyorški borzi je bil z vseh vidikov prelomnica. Noben dogodek v ameriški zgodovini ni ljudem povzročil toliko skrbi in tako dolgo vplival nanje kot borzni zlom leta 1929. ZDA so preživele državljansko vojno, revolucijo, dve svetovni vojni, vojno v Koreji in Vietnamu, potrese v Chicagu, San Franciscu, Los Angelesu, epidemije tifusa, tuberkuloze, otroške paralize, poplave, nemire, stavke, a si še vedno niso opomogle od zloma leta 1929 (Lynch, Rotschild, 2005, str. 70).



Prvi pravi ameriški vzajemni sklad je bil Shaw-Loomis-Saylesov sklad. Pojavil se je novembra 1929, le nekaj tednov po borznem zlomu. Njegovi ustanovitelji so si izbrali slab trenutek, kajti cene delnic so padale, dokler niso leta 1932 dosegle najnižjih vrednosti (Lynch, Rothchild, 2002, str. 110).

Vlagatelji so se naučili nekaj pomembnega: kadar pada cena delnic, gre tudi vzajemnim skladom slabo. Do leta 1936, ko se je prah polegel, je polovica vzajemnih skladov propadla. V tem obdobju se je večina investorjev obrnila k odprtim investicijskim skladom. Tako je bilo leta 1929 v zaprtih investicijskih skladih več kot 95 odstotkov vseh sredstev, vendar so do leta 1940 odprti vzajemni skladi prevzeli vodilni položaj (Baumol et al., 1993, str. 8).

Velika depresija, ki je sledila padcu delniških tečajev, je povzročila sprejetje nove in revizijo stare zakonodaje. Prvi takšen zakon je bil Zakon o vrednostnih papirjih (angl. *The Securities Act*), sprejet leta 1933, ki je urejal registracijo in prodajo novih vrednostnih papirjev vključno z vzajemnimi skladi. Naslednje leto je bil sprejet Zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji (angl. *The Securities Exchange Act*), ki je bil pravna podlaga za ustanovitev ameriške agencije za trg vrednostnih papirjev SEC (angl. *Securities and Exchange Commission*). Leta 1936 je bil sprejet Zakon o dohodnini (angl. *The Revenue Act*), ki je urejal davčno obravnavo vzajemnih skladov in lastnikov investicijskih kuponov (Mutual Fund Fact Book 2004, 2004, str. 23).

SEC (angl. *Securities and Exchange Commission*)<sup>2</sup> je kmalu po ustanovitvi kongresu posredoval obsežno študijo v skupnem obsegu 33.000 strani in 4.800 grafov z naslovom *Poročilo o vrednostnih papirjih in provizijah pri investicijskih trustih in investicijskih družbah* (angl. *Report of the Securities and Exchange Commission on Investment Trusts and Investment Companies*). Poročilo je bilo osnova za sprejetje Zakona o investicijskih družbah (angl. *The Investment Company Act*) leta 1940. Sprejetje tega zakona je bila prelomna točka, saj uvaja strukturo in regulatorni nadzor, kakršnega poznamo še danes. Določili so obvezno razkritje relevantnih podatkov, omogočili zaščito delničarjev pred zlorabami, prestopki menedžerjev in konflikti interesov. Zakon je imel zelo močan vpliv na razvoj vzajemnih skladov. Zaradi zakona je uveljavljena delitev zgodovine razvoja vzajemnih skladov na prvo obdobje pred letom 1940, drugo obdobje med leti 1940 do 1970 in tretje obdobje od leta 1970 naprej (Baumol et al., 1993, str. 48).

S sprejetjem zakonskih okvirov, ki so zagotavljali regulacijo in zaščito vlagateljev, sta se število in raznovrstnost vzajemnih skladov hitro povečevala. Po koncu 2. svetovne vojne je bilo pri SEC registriranih že 73 vzajemnih skladov, ki so imeli 1,3 milijarde USD sredstev v upravljanju (Mahoney, 2004, str. 1).

---

<sup>2</sup> SEC vodi pet komisarjev, po dva iz demokratske in republikanske stranke, predsednik ZDA imenuje predsednika iz svoje stranke.

Tabela 1: Naraščanje sredstev v upravljanju, števila vzajemnih skladov in odprtih računov pri DZU v ZDA v obdobju od leta 1940 do leta 2004

<i>Leto</i>	<i>Skupaj sredstva (v mrd. USD)</i>	<i>Število vzajemnih skladov</i>	<i>Število odprtih računov pri DZU (v 1000)</i>
1940	0,45	68	29
1950	2,53	98	993
1960	17,03	161	4.898
1970	47,62	361	10.690
1980	134,76	564	12.088
1990	1.065,19	3.079	64.948
2000	6.964,67	8.155	244.839
2004	8.106,87	8.044	267.363

Vir: Investment Company Fact Book 2005, 2005, str. 59.

V Tabeli 1 je prikazano naraščanje sredstev v upravljanju, števila vzajemnih skladov in odprtih računov pri DZU v ZDA v obdobju od leta 1940 do leta 2004. Leta 1951 je skupno število vzajemnih skladov prvič preseglo število 100, število odprtih računov pri investicijskih družbah pa je preseglo milijon vlagateljev.

Leta 1955 je bil ustanovljen prvi vzajemni sklad, ki je svoje naložbe razpršil mednarodno<sup>3</sup>. Šest let kasneje je bil ustanovljen prvi neobdavčen vzajemni sklad (Mutual Fund Fact Book 2004, 2004, str. 2). Največji priliv sredstev v vzajemne sklade v ZDA se je zgodil v prvi polovici 90-ih let predvsem zaradi vplačil v pokojninske načrte (Povalej, 2001, str. 36).

Do leta 1970 so bili na trgu predvsem delniški skladi, ki so majhnim investitorjem ponujali diverzificiran in profesionalno upravljan portfelj. Vlagatelji so leta 1970 lahko izbirali med petimi različnimi kategorijami vzajemnih skladov. Ponudba se je v naslednjih sedemnajstih letih razširila na dvaindvajset kategorij. Vzajemni skladi denarnega trga so bili prvič predstavljeni leta 1971. Pomenili so pomembno inovacijo, saj se močno razlikujejo od delniških in obvezniških skladov. V tem času so se oblikovale družine vzajemnih skladov, saj so posamezne družbe za upravljanje želele ohraniti obstoječe stranke in privabiti nove s širšo paleto storitev (Baumol et al., 1993, str. 10).

Skladi denarnega trga (angl. *Money Market Funds*) so specializirani za investiranje v instrumente denarnega trga in so konkurenca bančnim depozitom. Ponujajo tržne donose z zagotavljanjem likvidnosti in dostopnosti sredstev. Iznajdba je bila posledica regulatornih omejitev, ki so bankam v ZDA prepovedovale plačevanje tržnih obrestnih mer za depozite. V tistem času je inflacija potiskala tržne obrestne mere na zelo visoke ravni v primerjavi z omejitvami. Danes kljub umiku omejitev zavzemajo precejšen tržni delež tudi v Franciji, Grčiji in na Japonskem (Deepthi et al., 2003, str. 11). V portfelju takšnih skladov najdemo visoko likvidne kratkoročne obveznice in zadolžnice podjetij, bank, drugih finančnih ustanov

<sup>3</sup> Portfelj sestavljen iz mednarodnih naložb (angl. *international portfolio*) vsebuje samo tuje vrednostne papirje in se razlikuje od globalnega portfelja (angl. *global portfolio*), ki vsebuje tako domače kot tuje vrednostne papirje (Bogle, 1999, str. 186).

ali države. Ti vrednostni papirji so skoraj brez tveganja. Zaradi visoke likvidnosti imajo vlagatelji teh skladov možnost uporabe kreditnih in debetnih kartic ter pravico izdaje čekov (Jesenek, 2003, str. 81).

Tabela 2: Sredstva v upravljanju v ZDA po posameznih kategorijah\* (delniški, obvezniški, mešani in skladi denarnega trga) v obdobju od leta 1960 do leta 2004 (v mrd. USD)

<i>Leto</i>	<i>Skupaj sredstva</i>	<i>Delniški skladi</i>		<i>Obvezniški skladi</i>	<i>Skladi denarnega trga</i>
1960	17,03	16,00		1,02	-
1970	47,62	45,13		2,49	-
1980	134,76	44,42		13,98	76,36

<i>Leto</i>	<i>Skupaj sredstva</i>	<i>Delniški skladi</i>	<i>Mešani skladi</i>	<i>Obvezniški skladi</i>	<i>Skladi denarnega trga</i>
1984	370,68	79,73	11,15	46,24	233,55
1990	1.065,19	239,48	36,12	291,25	498,34
2000	6.964,67	3.961,92	316,28	811,19	1.845,28
2004	8.106,67	4.384,08	519,29	1.290,32	1.913,19

\*Časovna vrsta je leta 1984 prekinjena zaradi prekategorizacije vzajemnih skladov.

Vir: Investment Company Fact Book 2005, 2005, str. 61.

V Tabeli 2 je prikazana alokacija sredstev med posameznimi kategorijami vzajemnih skladov v ZDA v obdobju od leta 1960 do leta 2004. Od začetka prvih vzajemnih skladov do uvedbe skladov denarnega trga so delniški skladi predstavljali večino med vzajemnimi skladi. Z začetkom trženja skladov denarnega trga so ti zaradi zakonskih omejitev bančnega sektorja hitro pridobili pomemben tržni delež. Uvedba pokojninskih računov je delniške sklade v zadnjih petnajstih letih zopet uvrstila na prvo mesto.

Leta 1974 je bila sprejeta reforma pokojninske zakonodaje (angl. *The Employee Retirement Income Security*), ki je vpeljala individualne pokojninske račune (angl. *Individual Retirement Account-IRA*). Sprva so bili namenjeni samo samozaposlenim, kasneje se je pravica razširila na vse Američane. Posameznik lahko del svojega dohodka pred obdavčitvijo vloži na poseben račun (Gitman, 1998, str. 521).

Tabela 3: Višina sredstev iz pokojninskih računov v vzajemnih skladih v ZDA v obdobju od leta 1992 do leta 2004 (v mrd. USD)

<i>Leto</i>	<i>Skupaj sredstva</i>	<i>Sponsorirani računi 401(k)</i>	<i>Individualni pokojninski računi</i>
1992	418	184	235
1994	664	319	345
1996	1.170	581	588
1998	1.947	980	966
2000	2.475	1.249	1.227
2002	2.077	1.047	1.029
2004	3.053	1.566	1.487

Vir: Investment Company Fact Book 2005, 2005, str. 38.

V Tabeli na strani 7 je prikazana višina sredstev iz pokojninskih računov v vzajemnih skladih v ZDA v obdobju od leta 1992 do leta 2004. Sredstva, namenjena dodatni pokojnini, predstavljajo približno 38 odstotkov vseh sredstev v vzajemnih skladih. Sredstva so razdeljena med sponzorirane in individualne pokojninske račune. Število pokojninskih varčevalnih načrtov in sredstva v njih so se vseskozi povečevala. To velja tako za sponzorirane pokojninske račune s strani delodajalcev 401(k) kot tudi za individualne pokojninske račune (IRA).

Vlagatelji, ki dolgoročno varčujejo za finančno varno starost, so neto vplačniki v vzajemne sklade. S svojim ravnanjem povzročajo določeno stabilnost neto denarnega toka pri vzajemnih skladih (Pirtovšek, Devjak, 2004b). Vlagajo z namenom dolgoročnega pokojninskega varčevanja, zato so pripravljeni prevzeti zmerna tveganja ob pričakovanih zmernih donosih. Posledično niso obremenjeni s kratkoročnimi tržnimi nihanjem (Povalej, 2001, str. 39).

## 2.2. RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V EVROPI

Začetki vzajemnih skladov v Evropi<sup>4</sup> segajo v leto 1929, ko je Nizozemska kot prva sledila ZDA. V Veliki Britaniji je bilo leta 1934 mogoče pristopiti k skladu *Foreign Government Bond Trust*. Na tretjem mestu je bila Švica (1938), takoj po 2. svetovni vojni sta ji sledili Belgija (1947) in Nemčija (1949). V šestdesetih letih so se prvi vzajemni skladi pojavili v Avstriji (1956), Španiji, na Švedskem (1958) in v Luksemburgu (1959). Sedemdeseta in osemdeseta leta so prinesla vzajemne sklade na Dansko (1962), v Francijo (1964), Grčijo (1967) in na Irsko (1973). Desetletje kasneje so sledile Italija (1983), Portugalska (1986) in Finska (1987). Proces privatizacije je prinesel vzajemne sklade v Slovenijo, na Slovaško, Madžarsko in Poljsko (1992). Sledila je Norveška (1993), Češka, Rusija (1994) in Hrvaška (1997) (Khorana et al., 2004, str. 37-38).

V državah na prehodu je bila razdelitvena privatizacija gonilna sila pri nastajanju in razvoju investicijskih skladov (npr. Češka, Hrvaška, Slovaška, Slovenija) in pozneje vzajemnih skladov. Nastajanja vzajemnih skladov na Madžarskem ni primarno spodbudila privatizacija, temveč so nastajali spontano. Od devetdesetih let dalje so se banke pojavljale kot pomembne ustanoviteljice lastnih vzajemnih skladov, tako da je bilo konec leta 2002 na Madžarskem 97 vzajemnih skladov (Ribnikar, Košak, 2003, str. 129).

Evropski vzajemni skladi so se v preteklih letih precej spremenili. Konec osemdesetih let so bili v skromnem obsegu koncentrirani v nekaj državah. Danes zasedajo vodilno mesto v finančnem sektorju večine držav. Pomemben delež sredstev gospodinjestev in vrednostnih papirjev gospodarskih družb je povezanih z vzajemnimi skladi.

---

<sup>4</sup> Kot začetno leto se šteje leto, v katerem je bil ustanovljen prvi odprti vzajemni sklad. V nekaterih državah so pred tem že obstajali zaprti vzajemni skladi.

Tabela 4: Obseg sredstev v upravljanju po posameznih evropskih državah v letih 1989, 1994 in 1998 (v mio. ECU)

<i>Država</i>	<i>1989</i>	<i>1994</i>	<i>1998</i>	<i>% rasti 1989-98</i>	<i>% BDP 1989</i>	<i>% BDP 1998</i>
AVSTRIJA	10.601	19.155	54.336	513	8,3	28,5
BELGIJA	4.215	15.434	48.236	1.144	4,1	21,5
DANSKA	3.126	4.425	16.605	531	2,4	10,6
FINSKA	79	889	4.878	6.175	0,1	4,7
FRANCIJA	248.591	406.498	534.123	215	35,3	41,3
NEMČIJA	52.300	92.065	166.834	319	3,7	8,6
GRČIJA	111	4.551	27.425	24.707	1,2	25,3
IRSKA	5.631	6.359	20.241	359	12,1	29,9
ITALIJA	32.520	65.425	371.912	1.144	4,0	34,8
LUKSEMBURG	61.676	231.376	433.037	702	1.348,6	2.788,1
NIZOZEMSKA	19.419	39.043	75.102	387	11,4	21,8
NORVEŠKA	1.263	4.188	9.533	755	1,9	7,7
PORTUGALSKA	1.917	10.521	19.845	1.035	9,1	23,6
ŠPANIJA	6.674	70.129	203.779	3.053	10,6	41,1
ŠVEDSKA	19.976	16.482	47.136	236	8,9	24,7
ŠVICA	16.445	31.770	61.288	373	8,4	25,5
VB	78.864	108.881	243.607	309	10,0	20,2
<b>SKUPAJ EU</b>	<b>545.700</b>	<b>1.091.260</b>	<b>2.267.096</b>	<b>415</b>	<b>16,1</b>	<b>31,4</b>
<b>SKUPAJ</b>	<b>563.408</b>	<b>1.127.218</b>	<b>2.337.917</b>	<b>415</b>	<b>8,2</b>	<b>25,2</b>

Vir: Practical Issues Arising from the Euro, 1999, str. 53.

V Tabeli 4 je prikazan obseg sredstev v upravljanju po posameznih evropskih državah v letih 1989, 1994 in 1998. Leta 1989 je bilo v vzajemnih skladih v Evropski uniji 546 milijard ECU, kar je predstavljalo 16 odstotkov evropskega BDP. Kar 480 milijard ECU je bilo razdeljenih med pet držav (Francijo, Veliko Britanijo, Luksemburgom, Italijo in Nemčijo). S 40 odstotki sredstev je bila Francija daleč na prvem mestu glede na velikost vzajemnih skladov, sledila ji je Velika Britanija s 14 odstotki na drugem mestu.

V naslednjih desetih letih je razvoj vzajemnih skladov dosegel neslutene hitrosti v vseh evropskih državah. Število vzajemnih skladov se je več kot podvojilo, višina sredstev je naraščala z letno stopnjo rasti 17 odstotkov. Konec leta 1998 je bilo v vzajemnih skladih v Evropski uniji 2.267 milijard ECU (31 odstotkov evropskega BDP). Opazna je bila visoka rast sredstev v vzajemnih skladih v Španiji (prehitela je celo Nemčijo) in Italiji. Z rastjo sredstev v upravljanju v ostalih evropskih državah je Francija izgubila nekaj tržnega deleža, a je še vedno obdržala vodilno mesto. Konec leta 1998 je vsak Evropejec v povprečju imel 6.023 ECU v vzajemnih skladih, kar je predstavljalo približno tretjino vloženi sredstev vsakega Američana (Practical Issues Arising from the Euro, 1999, str. 52).

Evropska unija je področje vzajemnih skladov uredila z direktivo UCITS (angl. *Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities*) o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (85/611/EEC), ki je stopila v veljavo 1. oktobra leta 1985. Direktivo so ratificirale države Evropske unije in države EEA (angl. *Eruopean Economic Area*).

Z direktivo (85/611/EEC) so predpisani pogoji, ki jih morajo družbe za upravljanje izpolnjevati, da lahko tržijo enote premoženja svojih skladov znotraj držav Evropske unije. Pravno organizacijska oblika vzajemnih skladov ni predpisana, zato se oblika od države do države razlikuje, kar kaže na zgodovinske, pravne in ekonomske značilnosti posamezne države. To omogoča konkurenčne pogoje med vzajemnimi skladi na evropski ravni in zagotavlja učinkovit nadzor nad delovanjem vzajemnih skladov (Lubej, 2005, str. 49-52).

Direktiva (85/611/EEC) predpisuje sestavo naložb vzajemnega sklada ob upoštevanju naslednjih omejitev:

- vzajemni sklad ne sme investirati več kot 10 odstotkov svojih sredstev v netržne vrednostne papirje,
- največ 10 odstotkov svojih sredstev lahko sklad naloži v prenosljive vrednostne papirje istega izdajatelja,
- ne sme naložiti več kot 20 odstotkov svojih sredstev v depozite pri isti instituciji,
- lahko investira največ 5 odstotkov svojega premoženja v druge odprte investicijske sklade,
- ne sme pridobiti žlahtnih kovin ali certifikatov, ki se nanašajo na žlahtne kovine,
- sme investirati vsa svoja sredstva v vrednostne papirje, ki jih izda ali za katere jamči vsaj ena od držav članic Evropske unije,
- ne sme pridobiti več kot 10 odstotkov delnic, ki nimajo glasovalnih pravic,
- mora imeti nekaj naložb tudi v obliki likvidnih sredstev,
- si lahko sredstva izposodi, toda samo začasno, vendar se izposojena sredstva ne smejo uporabljati v investicijske namene.

V letu 2001 je evropski svet s finančnim ministrstvom sprejel dve novi direktivi, katerih namen je izboljšati, dopolniti in razširiti obstoječo direktivo UCITS. Cilj prve direktive (2001/108/ES) je odpraviti ovire za čezmejno trženje enot vzajemnih skladov. Druga direktiva (2001/107/ES) se v prvi vrsti ukvarja z družbami za upravljanje. Začetni kapital DZU po njej znaša vsaj 125.000 EUR. Uvaja tudi izvleček prospekta, katerega namen je omogočiti dostopne, obširne in razumljive informacije za vlagatelje.

Tabela 5: Alokacija sredstev v upravljanju v različnih kategorijah po posameznih evropskih državah v letih 1992 in 1998 (v %)

<i>Država</i>	<i>Denarni</i>		<i>Obvezniški</i>		<i>Delniški</i>		<i>Mešani</i>	
	<b>1992</b>	<b>1998</b>	<b>1992</b>	<b>1998</b>	<b>1992</b>	<b>1998</b>	<b>1992</b>	<b>1998</b>
FRANCIJA	63,9	29,5	23,1	30,6	7,9	17,1	5,0	22,9
NEMČIJA	0,0	13,8	82,2	39,7	16,1	43,0	1,8	3,5
ITALIJA	23,4	18,7	38,8	50,5	21,2	18,2	16,6	12,6
LUKSEMBURG	30,2	15,8	43,4	46,3	3,9	28,4	22,5	9,4
ŠPANIJA	52,4	24,7	41,0	36,9	0,4	19,9	6,2	18,5
VB	0,7	0,5	2,5	7,7	93,5	83,5	3,3	8,3
<b>EVROPA</b>	<b>40,0</b>	<b>17,9</b>	<b>31,5</b>	<b>35,4</b>	<b>17,4</b>	<b>33,2</b>	<b>11,1</b>	<b>13,3</b>
<b>EU</b>	<b>39,5</b>	<b>18,5</b>	<b>32,8</b>	<b>34,9</b>	<b>18,4</b>	<b>31,8</b>	<b>9,2</b>	<b>14,8</b>

Vir: Practical Issues Arising from the Euro, 1999, str. 54.

V Tabeli na strani 10 je prikazana alokacija sredstev v upravljanju v različnih kategorijah po posameznih evropskih državah v letih 1992 in 1998. Posledica razvoja vzajemnih skladov je opazna pri alokaciji sredstev. V začetnem obdobju so prevladovali skladi denarnega trga z domicilom v Franciji, vendar je sčasoma njihov delež upadel. Obvezniški vzajemni skladi vseskozi predstavljajo približno 1/3 tržnega deleža. Obrat od skladov denarnega trga k delniškim vzajemnim skladom je deloma rezultat demografskih sprememb v Evropi in želje po dolgoročnem pokojninskem varčevanju. Delno pa so k temu pripomogli visoki tečaji delnic v devetdesetih letih.

Tabela 6: Rangiranje evropskih držav po velikosti sredstev v upravljanju (v mrd. EUR), alokacija sredstev v upravljanju po posameznih kategorijah in primerjava sredstev na prebivalca v EUR na 31. 12. 2004

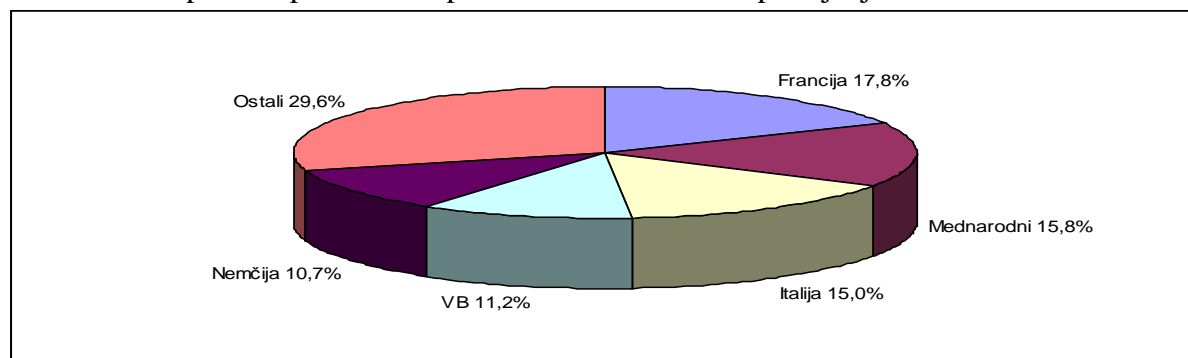
<i>Rang</i>	<i>Država</i>	<i>Mešani</i> <i>v %</i>	<i>Obvez.</i> <i>v %</i>	<i>Delniški</i> <i>v %</i>	<i>Skladi</i> <i>den. trga</i> <i>v %</i>	<i>Ostali</i> <i>v %</i>	<i>Skupaj</i> <i>(v mrd.</i> <i>EUR)</i>	<i>Sreds. na</i> <i>preb. v</i> <i>EUR</i>
1	Francija	4,79	11,68	22,72	49,08	11,70	622,4	10.277
2	Mednarodni	3,54	24,17	48,93	21,43	1,94	551,0	-
3	Italija	6,78	47,15	22,85	18,49	4,70	523,4	8.953
4	VB	3,07	15,01	78,98	0,85	2,10	390,5	6.505
5	Nemčija	6,31	37,43	38,15	16,10	2,01	372,7	4.518
6	Švica	18,75	32,47	29,09	17,57	2,09	277,8	37.447
7	Španija	4,94	28,71	9,39	25,71	31,29	220,5	5.123
8	Belgija	16,56	27,01	19,76	8,46	28,28	165,5	15.844
9	Švedska	15,18	18,83	59,92	4,55	1,52	98,8	10.964
10	Nizozemska	14,97	30,57	49,84	1,11	3,50	62,8	3.851
11	Avstrija	6,08	65,75	16,02	7,00	5,34	54,3	6.617
12	Danska	1,32	69,67	29,01	0,00	0,00	45,5	8.408
13	Grčija	9,81	24,05	16,46	48,73	0,63	31,6	2.854
14	Finska	9,06	18,79	38,26	30,20	3,69	29,8	5.691
15	Portugalska	0,00	36,89	7,38	36,07	20,08	24,4	2.317
16	Norveška	3,65	15,53	52,97	27,85	0,00	21,9	4.754
	<b>Skupaj</b>	<b>7,03</b>	<b>28,05</b>	<b>36,01</b>	<b>21,52</b>	<b>7,39</b>	<b>3.492,80</b>	<b>8.891</b>

Vir: Data digest 2005, 2005, str. 6; CIA Fact Book 2005; Lastni izračuni.

V Tabeli 6 je prikazano rangiranje evropskih držav po velikosti sredstev v upravljanju, prikaz sredstev po posameznih kategorijah konec leta 2004 in primerjava sredstev na prebivalca v EUR. Vzajemni skladi v Luksemburgu in na Irskem so bili razvrščeni glede na izvor večine kapitala, ostali vzajemni skladi, ki se jih ni dalo izslediti, so zajeti v kategoriji »Mednarodni«. Francija je obdržala vodilno mesto med evropskimi državami s 622 mrd. EUR sredstev v upravljanju. Brez skladov denarnega trga bi Francija zdrsnila na četrto mesto pred Nemčijo. Na velike razlike med evropskimi državami kaže dejstvo, da ima Nizozemska (deseta država po rangu) samo desetino sredstev v upravljanju v primerjavi s prvouvrščeno Francijo.

Realno sliko dobimo s primerjavo sredstev na prebivalca. Na prvo mesto se uvrsti Švica s kar 37 tisoč EUR na prebivalca v vzajemnih skladih. Sledi ji Belgija s 15 tisoč EUR, Francija je na četrtem mestu. Najmanj sredstev na prebivalca ima Portugalska. Razlog za prvo mesto Švice gre iskati predvsem v dejstvu, da se uvršča v prvo skupino offshore finančnih centrov.

Slika 1: Prvih pet evropskih držav po velikosti sredstev v upravljanju konec leta 2004



Vir: Data digest 2005, 2005, str. 6.

Iz Slike 1 so razvidna razmerja v velikosti sredstev v upravljanju po posameznih evropskih državah. Prvih pet držav suvereno obvladuje 2/3 trga. Ostalih enajst držav si razdeli 29,6 odstotka tržnega deleža.

### 2.3. RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

V Sloveniji so se trg kapitala in njegove institucije razvili predvsem v podporo množični razdelitvi delnic v privatizaciji in konsolidaciji lastništva po privatizaciji. Edini pravi institucionalni investitorji v Sloveniji (poleg bank in zavarovalnic), ki zbirajo nova denarna sredstva, so vzajemni skladi in pokojninski skladi. Njihova sredstva znašajo okoli 3,5 odstotka BDP in imajo najbolj dinamično rast v finančnem sektorju v Sloveniji (Simoneti, Jašovič, 2004, str. 89).

Prvi vzajemni sklad v Sloveniji se je imenoval *Galileo* in je začel s poslovanjem 1.1.1992. Sklad je ustanovila borzna hiša PM&A in danes posluje pod okriljem *KD Investments d.o.o.* Konkurenco je dobil šele konec leta 1992 v vzajemnem skladu *LBM Piramida*. V letu 1993 so bili ustanovljeni trije vzajemni skladi, leto dni kasneje osem (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 109).

Investicijski skladi so bili uzakonjeni kot subjekti privatizacije v Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij (Ur. l. RS, št. 55/92), ki je bil sprejet novembra leta 1992. Pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter način njihovega delovanja je uredil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU (Ur. l. RS, št. 6/94), ki je stopil v veljavo 13. marca leta 1994. V Sloveniji je do spremembe zakonodaje obstajalo že trinajst vzajemnih skladov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 41).

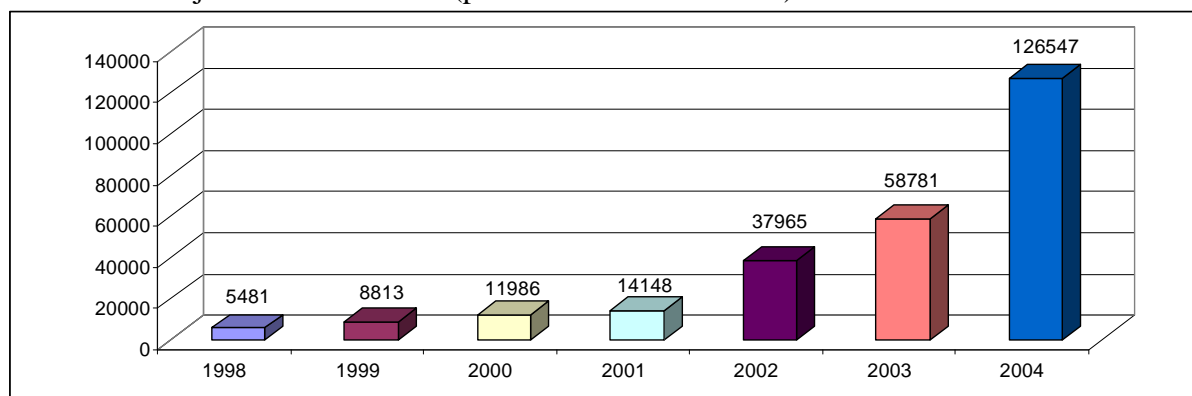


Zelo hitro je slovenski trg vzajemnih skladov pretresla velika finančna afera. Zaradi izredno visokih začetnih donosov, ki so nastali kot posledica tržnih manipulacij, je večino sredstev akumulirala ena sama družba za upravljanje (Simoneti, Erker, Lukovac, 2003, str. 122). Vzpon in padec sistema *Dadas* na slovenski borzi je do sedaj prvi primer velikih izgub, ki so jih utrpeli vlagatelji v vzajemne sklade (približno 6 milijard tolarjev).

Ob danem stanju ponudbe vrednostnih papirjev na borzi je zaradi bistveno povečanega priliva denarnih sredstev v vzajemne sklade nastajalo rastoče neskladje med povečanim povpraševanjem ob enakem številu vrednostnih papirjev v borzni kotaciji, kar je vodilo k umetnemu napihovanju cen. Višje cene vrednostnih papirjev imajo povraten učinek na višje donose vzajemnih skladov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 97).

V letu 1998 je delovalo 10 družb za upravljanje, ki so upravljale 15 vzajemnih skladov. Čista vrednost sredstev vseh vzajemnih skladov je konec leta znašala 4,5 mrd. SIT, kar je 59 odstotkov več kot v prejšnjem letu. *Kmečka družba* je skupno upravljala s kar 53 odstotki slovenskih skladov, merjeno po obsegu čiste vrednosti. Med vzajemnimi skladi ni bilo nobenega, ki bi imel negativno nominalno donosnost (Mramor et. al, 2000, str. 100).

Slika 2: Gibanje skupnega števila vlagateljev v vzajemnih skladih po posameznih letih v obdobju od 1998 do 2004 (podatki so na dan 31. 12.)



Vir: Lubej, 2005, str. 45.

Na Sliki 2 je prikazano naraščanje števila pristopnih izjav pri slovenskih vzajemnih skladih po posameznih letih. Povečanje števila varčevalcev gre pripisati predvsem visokim donosom naložb vzajemnih skladov v zadnjih letih zaradi rasti borznih tečajev na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev in nizki obrestni meri pri bančnih vlogah.

V starem ZISDU (Ur. l. RS, št. 6/94), ki je bil v veljavi od leta 1994 do leta 2002, je bilo v 94. členu zapisano, da investicijski sklad ne sme imeti več kot 10 odstotkov svojih naložb v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev. Do leta 2002 je bilo v povprečju naloženih v tujini dober odstotek sredstev. Vzrok za to je bilo verjetno premalo strokovnega znanja o tujih trgih pa tudi bistveno podcenjen slovenski kapitalni trg v času med 1997 in 2002. Šele v letu 2003 se je ta delež občutno povečal in je proti koncu leta že presegal 9 odstotkov celotnega portfelja (Simoneti, Jašovič, 2004, str. 90).

ZISDU-1 (Ur. l. RS, št. 110/02), ki je bil sprejet 29. novembra 2002, je uvedel dve pomembni novosti v naš prostor. Odpravil je administrativno omejitev 10 odstotkov premoženja naloženega v tuje vrednostne papirje in institut banke skrbnice. Banka skrbnica je tista banka, ki skrbi za točen izračun vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada. Vodi tudi denarne račune in račune vrednostnih papirjev, ki sestavljajo portfelj sklada (Lubej, 2005, str. 37).

Trenutno se nahajamo v prehodnem obdobju, ki traja od začetka veljavnosti novega ZISDU-1 (Ur. l. RS, št. 110/02), do trenutka, ko bodo vsi v Sloveniji registrirani vzajemni skladi usklajeni z novim zakonom. Vzajemni skladi, ki svojega poslovanja še niso uskladili z novim zakonom, nosijo oznako »posebni«.

Zanimanje širše javnosti za investiranje v vzajemne sklade se je postopoma začelo povečevati z objavami uspešnih prevzemov slovenskih podjetij. Prvi takšen prevzem, ki je pritegnil večjo pozornost, je bil prevzem Pivovarne Union. Sledil je prevzem Banke Koper, Valkartona, Krekove banke in nakup 34-odstotnega deleža banke NLB (Pirtovšek, Devjak, 2004a, str. 16).

Novi Zakon o dohodnini (Ur. l. RS, št. 54/04) je davčni status vzajemnih skladov podrobneje opredelil. Prenehala je veljati ureditev, po kateri so bili vzajemni skladi izenačeni z vrednostnimi papirji.<sup>5</sup> Z novim zakonom so vzajemni skladi razdeljeni na kvalificirane in na druge vzajemne sklade. Kvalificirani so tisti vzajemni skladi, ki jih z dovoljenjem ATVP<sup>6</sup> upravljajo družbe s sedežem v Republiki Sloveniji in vzajemni skladi družb za upravljanje drugih članic EU, katerih poslovanje je usklajeno z direktivo o investicijskih skladih in izpolnjujejo zahteve glede registracije in poročanja, predpisane v ZDavP-1<sup>7</sup> (Prusnik, 2005, str. 23).

Tabela 7: Sredstva v vzajemnih skladih, neto vplačila in njihova rast v obdobju od leta 2000 do 2004

<i>Kategorija/Leto</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>
Sredstva v mrd. SIT	11	15	55	93	210
Neto vplačila v mrd. SIT	1,2	1,8	29,3	25,7	81,2
Letna rast sredstev	22%	37%	277%	68%	126%
Letna rast vrednosti enote premoženja	4%	23%	54%	17%	18%

Vir: Poročilo o finančni stabilnosti 2005, 2005, str. 123.

V Tabeli 7 so prikazani rast sredstev v upravljanju v vzajemnih skladih, neto vplačila, letna rast sredstev in vrednosti enote premoženja v obdobju od leta 2000 do 2004. Konec leta 2004 je čista vrednost sredstev znašala 210 mrd. SIT, kar pomeni 124-odstotno povečanje glede na predhodno leto. Po več letih počasne rasti so vzajemni skladi v zadnjih letih pridobili

<sup>5</sup> Po treh letih neprekinjenega lastništva so kapitalski dobički neobdavčljivi.

<sup>6</sup> Osveženi podatki o kvalificiranih vzajemnih skladih v Sloveniji so na voljo na URL: <http://www.a-tvp.si>.

<sup>7</sup> Družba za upravljanje, ki upravlja kvalificirani vzajemni sklad, je dolžna mesečno izračunavati in objavljati deleže rasti vrednosti njihovega premoženja. Deleže rasti mora v 15 dneh po koncu meseca sporočiti pristojnemu davčnemu organu ter javno objaviti na sedežu družbe za upravljanje in vseh svojih poslovalnicah, tako da so dostopni vsem imetnikom investicijskih kuponov vzajemnega sklada.

precejšen obseg kapitala. Rast je posledica donosov kapitala, del rasti pa predstavljajo nova vplačila investitorjev. S preoblikovanjem PID-ov v vzajemne sklade so se tudi na ta račun povečala sredstva v upravljanju.

Tabela 8: Tržni deleži, vrednost sredstev in število vzajemnih skladov slovenskih družb za upravljanje na dan 31. 12. 2004

<i>Družba za upravljanje</i>	<i>Vrednost v SIT</i>	<i>Delež (v%)</i>	<i>Št. VS</i>
KD Investments DZU d.o.o.	95.787.138.040,40	46,09	3
Probanka DZU, d.o.o.	16.839.734.901,14	8,10	2
NLB Skladi, d.o.o.	14.716.991.024,11	7,56	4
Ilikra DZU, d.o.o.	13.197.882.075,77	6,35	2
Pomurska DZU, d.o.o.	12.839.253.161,82	6,18	3
KBM Infond DZU, d.o.o.	12.402.354.241,45	5,97	4
Abančna DZU, d.o.o.	11.860.986.075,75	5,71	4
Krekova družba DZU, d.o.o.	6.822.954.145,32	3,28	1
Perspektiva DZU, d.o.o.	6.527.183.928,46	3,14	1
Medvešek Pušnik	6.416.859.351,56	3,09	2
Triglav DZU, d.o.o.	4.606.916.405,95	2,22	3
Primorski skladi, d.d.	2.544.396.813,43	1,22	2
NFD DZU, d.o.o.	1.475.359.566,81	0,71	2
LB Maksima, d.o.o.	768.818.712,07	0,37	1
<b>Skupaj</b>	<b>207.806.828.443,86</b>	<b>100,00</b>	<b>34</b>

Vir: Poročilo o stanju na trgu VP, 2005, str. 34.

V Tabeli 8 so prikazani tržni deleži, vrednost sredstev in število vzajemnih skladov slovenskih družb za upravljanje konec leta 2004. Na trgu vzajemnih skladov vlada izrazita koncentracija, saj vodilna družba za upravljanje obvladuje kar 46,09 odstotkov. Konec leta 2004 je prvih pet družb obvladovalo 74,28 odstotkov tržnega deleža. Rast tržnega deleža postaja čedalje bolj posledica uspešnega marketinga in prodajne mreže, manj pa preteklih donosov.

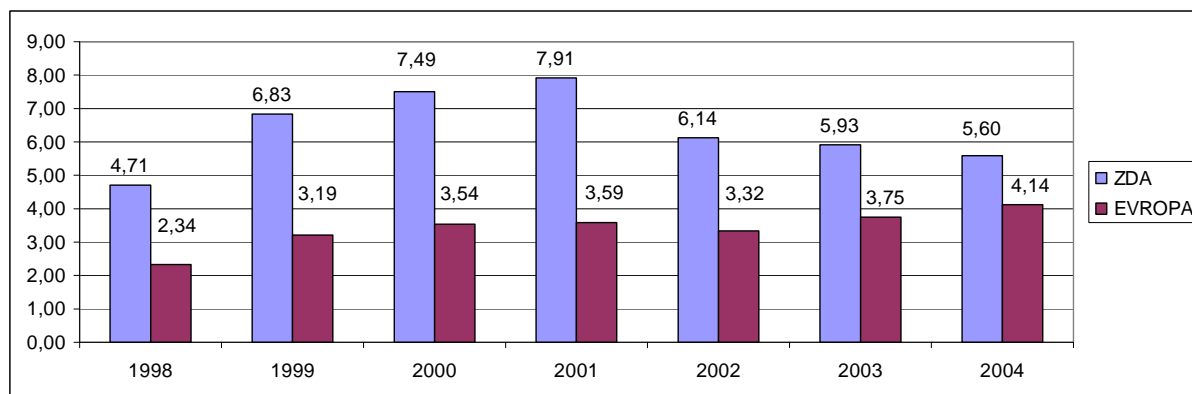
Vzajemni skladi so šele v zadnjih treh letih pridobili pomembnejše mesto med slovenskimi varčevalci. K temu je pripomogla uvedba obdavčitve obrestnih mer in priprave na prevzem evra s konvergenco nominalnih obrestnih mer. S prihodom tujih upraviteljev, razširitvijo naložbenih možnosti in večjo prepoznavnostjo bo trend vplačil tudi v prihodnje nedvomno pozitiven. V prvi polovici leta 2005 je opaziti nižjo dinamiko vplačil kot v prejšnjem letu. Zaradi spremembe politike pri kupovanju domačih vrednostnih papirjev tečajji na LJSE padajo, kar se odraža v manjših prilivih v vzajemne sklade.

### 3. PRIMERJAVA VZAJEMNIH SKLADOV V EVROPI IN ZDA

Največjo raznolikost vzajemnih skladov najdemo na najbolj razvitem finančnem trgu na svetu, tj. v ZDA. Njihovo poznavanje je temelj za preučevanje vzajemnih skladov na drugih razvitih in manj razvitih trgih.

Značilnosti vzajemnih skladov v Evropi in ZDA bom skušal predstaviti z več vidikov. Prvi je vsekakor velikost trga vzajemnih skladov, sledi mu prikaz deleža sredstev v vzajemnih skladih v BDP. V tabelah 9 in 10 so predstavljene glavne karakteristike vzajemnih skladov (višina sredstev, število skladov in razdelitev sredstev po različnih kategorijah). V naslednjih tabelah so prikazani vzajemni skladi kot odstotek tržne kapitalizacije, njihova koncentracija, upravljske provizije in način prodaje vzajemnih skladov.

Slika 3: Velikost trga vzajemnih skladov v Evropi in ZDA v obdobju od leta 1998 do leta 2004 (v bilijonih EUR)



Vir: Investment Company Fact Book 2005, 2005, str. 102; Lastni izračuni.

Na sliki 3 je prikazana primerjava velikosti trga vzajemnih skladov v Evropi<sup>8</sup> in ZDA. Evropa je na drugem mestu po velikosti vzajemnih skladov na svetu. Vendar je ob neupoštevanju Irske in Luksemburga zaradi "offshore" sredstev, ki so konec leta 2004 znašala 1,37 bilijona EUR, trg vzajemnih skladov v Evropi še vedno za polovico manjši od ZDA. Eden glavnih razlogov za razkorak je manjša vloga pokojninskih skladov v Evropi. Medtem ko je v ZDA približno tretjina sredstev v vzajemnih skladih iz pokojninskih računov, je v Evropi ta delež le deset odstotkov.

S pokojninskimi reformami ter s tem povezanim spoznanjem individualnih vlagateljev o nujnosti lastnega varčevanja za zagotavljanje prihodkov v obdobju upokojitve je stvarno pričakovati nadaljnjo rast vlaganj v vzajemne sklade. Za evropski trg vzajemnih skladov namreč velja ocena, da bodo sredstva iz pokojninskih načrtov ključnega pomena v njegovem nadaljnjem razvoju (Povalej, 2002, str. 36).

<sup>8</sup> Evropa je zajeta z metodologijo ICI, kamor spadajo naslednje države: Avstrija, Belgija, Češka, Danska, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Lichenstein, Luksemburg, Madžarska, Nemčija, Nizozemska, Norveška, Poljska, Romunija, Rusija, Slovaška, Španija, Švedska, Švica, Turčija in Velika Britanija.

Najpomembnejši dejavniki, zaradi katerih naj bi bila Evropa najbolj zanimivo svetovno območje za upravljalce investicijskih skladov, so (Povalej, 2002, str 37):

- spremembe v demografski strukturi,
- prehod k pokojninskim načrtom z obveznimi prispevki (angl. *defined contribution schemes*),
- višja donosnost vzajemnih skladov v primerjavi z nekaterimi do sedaj prevladujočimi oblikami finančnih naložb.

Evropski trg je opredeljen s šestimi najpomembnejšimi državami, ki so konec leta 1998 predstavljale 85 odstotkov trga vzajemnih skladov v Evropi. "Offshore" skladi niso vključeni.

Tabela 9: Sredstva, število, povprečna velikost in alokacija sredstev v vzajemnih skladih na dan 31.12.1998

	<i>Skupaj sredstva (v mrd. ECU)</i>	<i>Število skladov</i>	<i>Povp. velikost (v mio. ECU)</i>	<i>Delniški v %</i>	<i>Obvezniški v %</i>	<i>Mešani v %</i>	<i>Denarni v %</i>	<i>Ostali v %</i>
<b>ZDA</b>	<b>4.393</b>	<b>7.123</b>	<b>617</b>	<b>55,1</b>	<b>15,2</b>	<b>6,9</b>	<b>22,7</b>	<b>0,1</b>
<b>EVROPA</b>	<b>1.561</b>	<b>10.828</b>	<b>144</b>	<b>39,5</b>	<b>31,3</b>	<b>11,7</b>	<b>16,4</b>	<b>1,1</b>
FRANCIJA	511	5.581	92	18,1	16,3	14,3	31,3	0,1
ITALIJA	371	703	528	18,2	50,5	7,8	19,0	4,8
VB	243	1.541	158	83,5	7,7	8,2	0,5	0,1
ŠPANIJA	203	1.866	109	19,9	36,9	18,3	24,7	0,0
NEMČIJA	166	848	196	43,0	39,7	3,5	13,8	0,0
NIZOZEM.	67	289	232	54,2	26,6	8,3	9,2	1,8

Vir: Otten, Bams, 2000, str. 29; Lastni izračuni.

V Tabeli 9 so prikazana sredstva, število, povprečna velikost in alokacija v vzajemnih skladih na dan 31. decembra 1998. Iz tabele je razvidno, da šest najpomembnejših evropskih držav po obsegu sredstev v vzajemnih skladih skupaj predstavlja manj kot tretjino velikosti trga v ZDA. Kombinacija manjšega trga in večjega števila skladov se odraža v manjši povprečni velikosti posameznega vzajemnega sklada. Kljub temu pa so znotraj Evropske unije precejšne razlike med Francijo z najmanjšimi in Italijo, ki se po velikosti vzajemnih skladov najbolj približa ZDA. Pomembna razlika med kontinentoma je v alokaciji sredstev. V ZDA dominirajo delniški skladi, medtem ko evropski investitorji velik del sredstev vlagajo tudi v obvezniške sklade.

V naslednji tabeli so predstavljene karakteristike s podobnimi predpostavkami kot v prejšnji tabeli. ICI v svojih raziskavah uporablja delitev vzajemnih skladov na delniške, obvezniške, mešane in denarne, zato je delež ostalih v naslednji tabeli 0. FERI-FMI pa vodi podatke tudi za kategorijo ostali vzajemni skladi. To dejstvo in razlike v valutnih razmerjih sta glavna razloga za morebitna odstopanja od trenda rasti v panogi vzajemnih skladov. Evropski trg je opredeljen s sedmimi največjimi državami, poleg držav EU je na petem mestu Švica. Offshore skladi niso upoštevani.

Tabela 10: Sredstva, število, povprečna velikost in alokacija sredstev v vzajemnih skladih na dan 31. 12. 2004

	<i>Skupaj sredstva</i> (v mrd. EUR)	<i>Število skladov</i>	<i>Povpr. velikost</i> (v mio. EUR)	<i>Delniški</i> v %	<i>Obvezniški</i> v %	<i>Mešani</i> v %	<i>Denarni</i> v %	<i>Ostali</i> v %
<b>ZDA</b>	<b>5.959</b>	<b>8.044</b>	<b>740</b>	<b>54,08</b>	<b>15,92</b>	<b>6,41</b>	<b>23,60</b>	<b>0,0</b>
<b>EVROPA</b>	<b>2,572</b>	<b>17.748</b>	<b>145</b>	<b>32,88</b>	<b>27,82</b>	<b>7,43</b>	<b>22,74</b>	<b>9,12</b>
FRANCIJA	622,4	5.406	115	22,73	11,68	4,79	49,10	11,70
ITALIJA	523,4	1.997	262	22,85	47,16	6,78	18,50	4,70
VB	390,5	1.463	267	78,98	15,01	3,07	0,85	2,10
NEMČIJA	372,7	2.540	147	38,15	37,43	6,31	16,10	2,01
ŠVICA	277,8	1.447	192	29,10	32,48	18,76	17,57	2,09
ŠPANIJA	220,5	2.711	81	9,38	28,69	4,94	25,70	31,28
BELGIJA	165,5	2.184	76	19,75	26,99	16,55	8,45	28,26

Vir: Investment Company Factbook 2005, 2005, str. 102; Data digest 2005, 2005, str. 6; Lastni izračuni.

V Tabeli 10 so predstavljena sredstva, število, povprečna velikost in alokacija sredstev v vzajemnih skladih na dan 31. decembra 2004. Hitri pogled nam pove, da se je število vzajemnih skladov v Evropi v preteklih letih močno povečalo, kar se odraža na manjši povprečni velikosti sredstev posameznega vzajemnega sklada. Vrstni red v Evropi se na prvih treh mestih ni spremenil, na četrtem mestu je Nemčija prehitela Španijo, med njiju pa se je uspelo prebiti Švici. Na zadnjem mestu je Belgija prehitela Nizozemsko. Razmerja med različnimi kategorijami so ostala praktično nespremenjena.

Tabela 11: Delniški skladi kot odstotek celotne tržne kapitalizacije

	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>
<b>ZDA</b>	<b>16%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>26%</b>	<b>28%</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>
<b>EVROPA</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>
FRANCIJA	13%	12%	13%	11%	11%	11%	12%
VB	10%	11%	11%	11%	10%	11%	8%
ITALIJA	8%	9%	12%	11%	9%	13%	14%
ŠPANIJA	0%	1%	1%	1%	2%	9%	10%
NEMČIJA	3%	5%	7%	7%	6%	8%	14%
NIZOZEMSKA	6%	8%	7%	9%	9%	10%	11%

Vir: Otten, Bams, 2000, str. 31.

Koeficienti, prikazani v Tabeli 11, so pokazatelj pomembnosti vzajemnih skladov na domačem borznem trgu. Izračunani so kot celotna tržna vrednost vseh delniških skladov deljena s tržno kapitalizacijo. Za leto 1998 znaša koeficient v ZDA 27 odstotkov, skoraj 2,5 krat več kot v Evropi, kjer posamezniki kupujejo delnice preko drugih finančnih posrednikov. Vendar pomembnost in povpraševanje po storitvah družb za upravljanje skozi čas narašča tako v ZDA kot v EU.

Ponudbo vzajemnih skladov najlaže primerjamo s koeficientom koncentracije. Posamezne družbe za upravljanje tržijo več vzajemnih skladov in omogočajo prehajanje med skladi z občutno nižjimi stroški. Vendar obstaja nevarnost, da posamezna družba s svojo skupino vzajemnih skladov obvladuje dobršen del trga, kar negativno vpliva na konkurenčnost.

Tabela 12: Koeficienti koncentracije petih največjih družb za upravljanje v letu 1997

<i>Država</i>	<i>Koeficient koncentracije</i>
<b>ZDA</b>	<b>18%</b>
<b>EVROPA</b>	<b>19%</b>
FRANCIJA	62%
VB	62%
ITALIJA	43%
ŠPANIJA	60%
NEMČIJA	48%
NIZOZEMSKA	20%

Vir: Otten, Schweitzer, 1998, str. 22.

V Tabeli 12 so prikazani koeficienti koncentracije, ki so izračunani kot tržna vrednost skupine vzajemnih skladov petih največjih družb za upravljanje deljeno s celotno tržno vrednostjo vzajemnih skladov v posamezni državi. Pet največjih ponudnikov vzajemnih skladov skupaj v Evropi in ZDA ne obvladuje več kot dvajset odstotkov trga, kar kaže na visoko stopnjo konkurence. V okviru posamezne evropske države lahko vidimo, da v večini držav družbe za upravljanje kontrolirajo dobršen del domačega trga.

Tabela 13: Način prodaje vzajemnih skladov v ZDA in Evropi na dan 31. 12. 1997

	<i>Evropa</i>	<i>ZDA</i>
Banke	53%	8%
Borzni posredniki	11%	40%
Družbe za upravljanje	9%	32%
Ostalo	27%	20%

Vir: Otten, Schweitzer, 1998, str. 22.

V Tabeli 13 so prikazani načini prodaje in trženja vzajemnih skladov v ZDA in Evropi. Evropske družbe za upravljanje v prvi vrsti uporabljajo banke. Zanimive so razlike med evropskimi državami. V večini držav je delež bank višji od polovice, v Veliki Britaniji pa znaša samo 10 odstotkov. Tu se prodaja izvaja preko neodvisnih finančnih svetovalcev, v ZDA prevladujejo borzni posredniki.

V ZDA okoli polovica vlagateljev v vzajemne sklade prek bank to prodajno pot povezuje s pripravljenostjo transakcij v paketu z ostalimi finančnimi storitvami, hkrati pa jih večina ne povezuje z investicijskim svetovanjem, informiranjem ali individualno storitvijo. Vzrok za tako majhen delež bank kot posrednikov na trgu vzajemnih skladov v ZDA gre iskati v dejstvu, da banke zaradi t.i. Glass-Steagalovega zakona iz leta 1933, ki je strogo razmejil

dejavnosti med posameznimi finančnimi posredniki, vrsto desetletij niso smele opravljati tovrstnih poslov (Povalej, 2002, str. 29).

Poleg povpraševanja in ponudbe vzajemnih skladov je pomembna višina provizije za upravljanje, ki jo posameznik plačuje družbi za upravljanje. Provizija predstavlja ceno produkta, ki jo prejme upravljavec sklada.

Tabela 14: Provizije za upravljanje v ZDA in Evropi na dan 31. 12. 1997

	<i>POVPREČJE</i>		<i>MINIMUM</i>		<i>MAKSIMUM</i>	
ZDA	1,4		0,2		17,7	
EU	1,2		0,1		3,0	
<b>Del A:</b>						
FRANCIJA	1,2		0,3		3,0	
NEMČIJA	0,8		0,5		2,0	
ITALIJA	2,0		0,1		3,0	
NIZOZEM.	0,5		0,4		1,0	
ŠPANIJA	2,0		0,5		3,0	
VB	1,2		0,3		2,0	
<b>Del B:</b>	<b>ZDA</b>	<b>EU</b>	<b>ZDA</b>	<b>EU</b>	<b>ZDA</b>	<b>EU</b>
Agresivno rastoči	1,7		0,7		6,4	
Rastoči skladi	1,4	1,2	0,3	0,4	11,9	2,0
Skladi rasti	1,3	1,2	0,5	0,5	2,3	2,0
Skladi prihodka	1,2	1,1	0,2	0,3	17,7	2,0
Nizka trž. kapitaliz.	1,5	1,2	0,2	0,5	7,3	2,5

Vir: Otten, Schweitzer, 1998, str. 23.

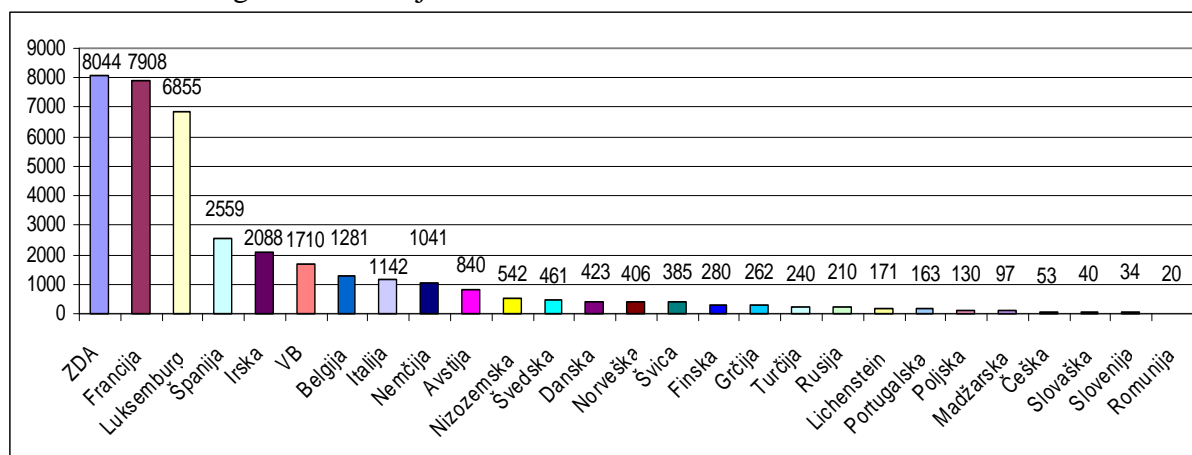
Poleg primerjave med obema kontinentoma so v delu A predstavljene provizije po posameznih evropskih državah, v delu B pa glede na investicijsko politiko vzajemnega sklada. Iz Tabele 14 je razvidno, da je povprečna provizija v ZDA le rahlo višja kot v Evropi, kar kaže na to, da je struktura provizij med kontinentoma dokaj podobna. Obstajajo pa razlike med najnižjimi in najvišjimi provizijami. Do razlik najverjetneje prihaja zaradi različnih investicijskih politik. Majhne razlike med provizijami v Evropi nakazujejo na to, da so investicijske politike enotnejše. V ZDA pa investicijske politike varirajo od čistih indeksnih skladov do močno agresivnih strategij, kar bi lahko delno pojasnilo odklone v višini provizij.

### 3.1. PRIMERJAVA SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV Z OSTALIMI

Po skromnih začetkih so slovenski vzajemni skladi v zadnjih letih pridobili precejšen obseg kapitala v upravljanju, ki vztrajno narašča. Vendar še vedno zaostajamo za primerljivimi državami (glede na BDP p.c.) tako po višini sredstev v upravljanju kot tudi po številu delujočih vzajemnih skladov.



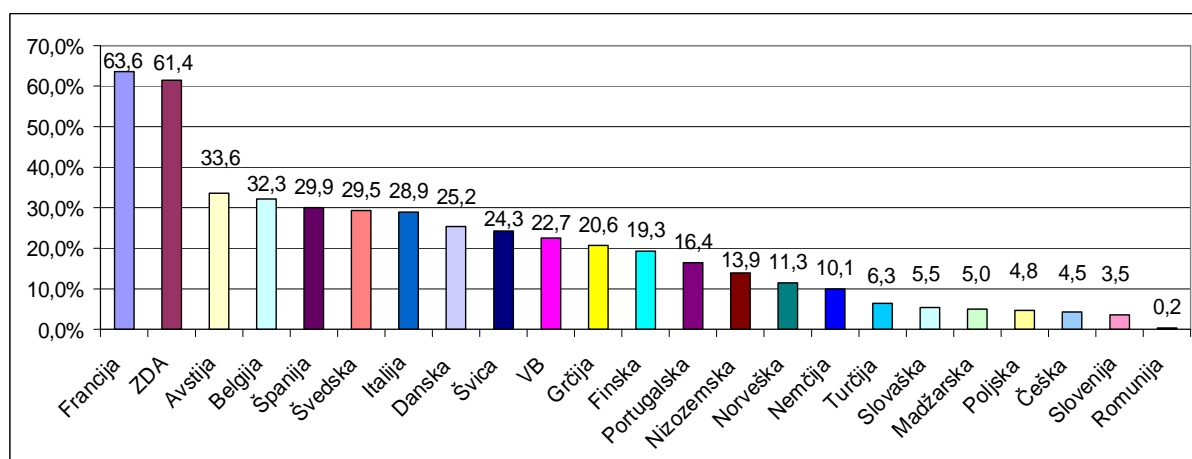
Slika 4: Število registriranih vzajemnih skladov na dan 31. 12. 2004



Vir: Investment Company Fact Book 2005, 2005, str. 103.

Na Sliki na strani 20 je prikazano število vzajemnih skladov registriranih v posamezni državi konec leta 2004. Slovenija se s 34 vzajemnimi skladi skupaj z Romunijo uvršča na rep lestvice. V letu 2005 je večina na novo ponujenih vzajemnih skladov v Sloveniji pripadala tujim družbam za upravljanje. Ocenjuje se, da je na svetu okoli 60.000 vzajemnih skladov.

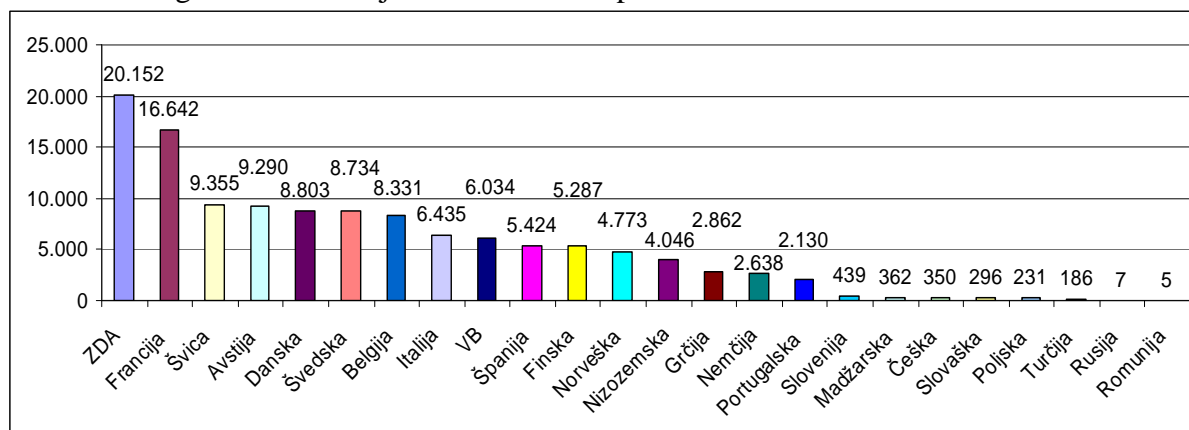
Slika 5: Delež sredstev v vzajemnih skladih v BDP po posameznih državah na dan 31. 12. 2004



Vir: Investment Company Fact Book 2005, 2005, str. 102; Queen Data 2005; Lastni izračuni.

Slika 5 prikazuje delež sredstev v vzajemnih skladih v BDP po posameznih državah na dan 31. decembra 2004. Luksemburg in Irska sta iz prikaza izpuščena, saj je večina sredstev v vzajemnih skladih "offshore" narave. Od evropskih držav se lahko z ZDA primerja Francija s 63,6-odstotnim deležem sredstev v vzajemnih skladih v BDP. Od ostalih držav jih je približno polovica na intervalu od 19,3 do 33,6-odstotnim deležem sredstev v vzajemnih skladih v BDP. Tu gre predvsem za starejše članice EU. Nove članice in države kandidatke se uvrščajo na rep razvrstitve.

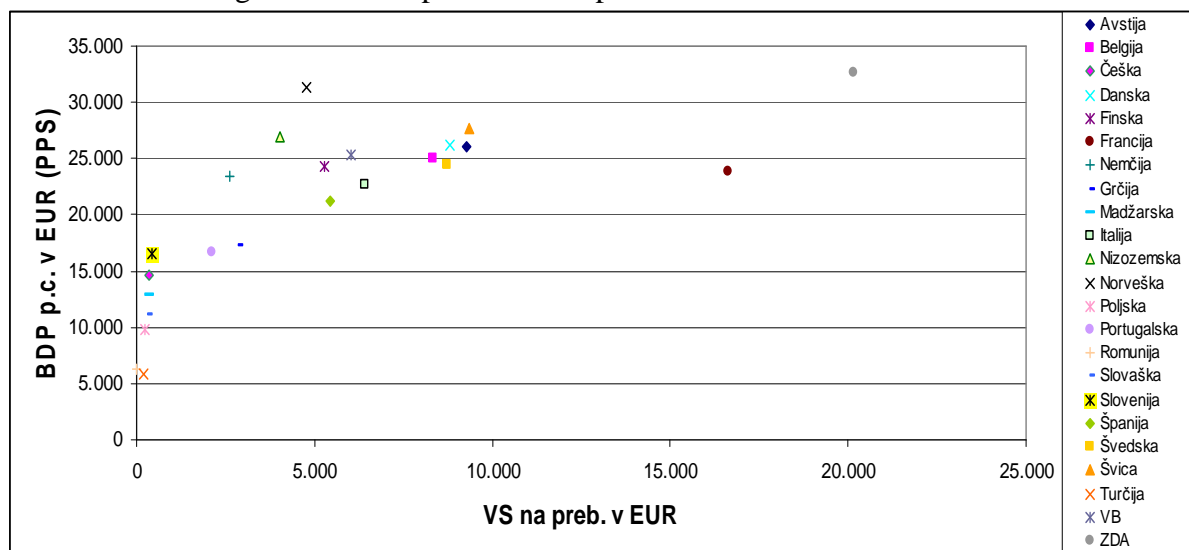
Slika 6: Obseg sredstev v vzajemnih skladih na prebivalca v EUR na dan 31. 12. 2004



Vir: Investment Company Fact Book 2005, 2005, str. 102; Lastni izračuni.

Na Sliki 6 so prikazana sredstva na prebivalca v vzajemnih skladih. Kljub visokemu povečanju sredstev v vzajemnih skladih v zadnjih letih Slovenija po naložbah v vzajemne sklade na prebivalca še močno zaostaja za razvitejšimi državami Evrope in tudi za Grčijo in Portugalsko, ki sta po BDP na prebivalca Sloveniji primerljivi državi. Ob koncu leta 2004 je imela Slovenija dobrih 104.000 SIT sredstev na prebivalca, kar je več od Madžarske, Češke, Slovaške, Poljske, Turčije, Rusije in Romunije.

Slika 7: Razsevni grafikon BDP p.c. in VS na preb. v EUR na dan 31. 12. 2004



Vir: Investment Company Fact Book 2005, 2005, str. 102; Queen Data 2005; Lastni izračuni.

Na Sliki 7 je razsevni grafikon z vrednostmi BDP p.c. v EUR (PPS) in sredstvi v vzajemnih skladih na prebivalca v EUR. Iz slike je razvidno, da imajo države z višjim BDP na prebivalca tudi več sredstev v vzajemnih skladih. Posebej izstopata Francija in ZDA. Razsevni grafikon samo še potrjuje dejstvo, da bi Slovenija glede na višino BDP p.c. lahko imela več sredstev v vzajemnih skladih.

## 4. NAJVEČJE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE V ZDA, EVROPI IN SLOVENIJI

V tem poglavju so predstavljene največje družbe za upravljanje v ZDA, Evropi in Sloveniji glede na višino sredstev v upravljanju. Podatki dajejo vpogled v velikost trga in koncentracijo ter omogočajo posredno primerjavo s slovenskimi upravljavci. Slovenskim varčevalcem so imena tujih družb za upravljanje večinoma še vedno neznana. Poznana so predvsem imena tistih, ki se nelegalno tržijo preko prodajnih mrež od vrat do vrat.

### 4.1. NAJVEČJE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE V ZDA

Medtem ko se je število vzajemnih skladov in družb za upravljanje v ZDA v zadnjih dvajsetih letih potrojilo, je petim največjim družbam za upravljanje uspelo pridobiti tretjino vseh sredstev v upravljanju (Mahoney, 2004, str. 4).

**Fidelity Investments:** Družba je bila ustanovljena leta 1940, ko je Edward C. Johnson II prevzel krmilo družbe. Njegov sin Ned je pozicijo v osemdesetih letih samo še utrdil. Fidelity ponuja velik izbor vzajemnih skladov, ki so znani po svoji odlični izbiri domačih delnic. Peter Lynch je eden izmed njihovih najbolj znanih upraviteljev premoženja. Zaradi velikosti vzajemnih skladov v njihove pisarne v Bostonu prihajajo menedžerji vseh večjih podjetij (Tyson, 2004, str. 118).

**The Vanguard Group:** Družba za upravljanje *The Vanguard Group* je tretja največja v ZDA (tako j za *American Funds*). Znani so predvsem po najnižjih povprečnih stroških (0,27 odstotka letno za delniške in 0,18 odstotka letno za obvezniške vzajemne sklade). Nižji stroški se odražajo v odličnih rezultatih, posebno to velja za sklade denarnega trga in obvezniške vzajemne sklade. Družba je bila ustanovljena leta 1970. John Bogle je s svojo investicijsko politiko pustil pečat družbi. Bili so prvi, ki so tržili indeksne vzajemne sklade (Tyson, 2004, str. 116).

**T. Rowe Price:** *T. Rowe Price* je ena izmed najstarejših družb za upravljanje. Imenuje se po ustanovitelju T. (Thomas) Rowe Priceu. Bili so med prvimi, ki so ponudili mednarodno orientirane vzajemne sklade. Mnogo let je bila družba med manjšimi, specializirana za delniške sklade rasti in mednarodne sklade. To se je spremenilo leta 1990, ko je družba ponudila 401(k) pokojninske račune namenjene, manjšim podjetjem (Tyson, 2004, str. 119).

Tabela 15: Največje družbe za upravljanje v ZDA na dan 08. 02. 2004

<b>Rang</b>	<b>Družba za upravljanje</b>	<b>Sredstva v mrd. EUR</b>
1	Fidelity	410
2	American Funds	314
3	Vanguard	284
4	Franklin Templeton	80
5	Putnam	78
6	T. Rowe Price	60
7	Janus	58
8	AIM Investments	54
9	Oppenheimer Funds	45
10	American Century	44

Vir: AFL-CIO, 2005, str. 7.

V Tabeli 15 je prikazano prvih 10 največjih družb za upravljanje v ZDA. Prvouvrščena družba *Fidelity* ima kar veliko prednost pred drugouvrščeno družbo. Deseta po rangi *American Century* upravlja z desetino sredstev družbe *Fidelity*. Vrstni red na prvih štirih mestih se redko spreminja.

#### 4.2. NAJVEČJE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE V EVROPI

Evropske družbe za upravljanje na splošno upravljajo z večjim številom manjših vzajemnih skladov. Vendar je povprečni vzajemni sklad v Evropi še vedno precej večji od tistih, ki jih poznamo na domačem trgu. Slovenski upravljavci premoženja in vlagatelji bodo v prihodnjem srednjeročnem obdobju morali spoznati glavne značilnosti, prednosti in slabosti tuje konkurence. Nekatere družbe za upravljanje že imajo kvalificirane vzajemne sklade v Sloveniji, druge bodo v kratkem pridobile dovoljenje ATVP, na tretje pa bo najbrž potrebno počakati dalj časa.

Tabela 16: Največje družbe za upravljanje v Evropi na dan 31. 12. 2004

<b>Rang</b>	<b>Družba za upravljanje</b>	<b>Nacionalnost</b>	<b>Sredstva (v mio. EUR)</b>
1	Deutsche/DWS	NEM	135.956,9
2	UBS	ŠVI	126.743,9
3	Crédit Agricole	FRA	126.219,9
4	Sanpaolo IMI	ITA	107.980,7
5	Allianz	NEM	85.430,2
6	Societe Generale	FRA	79.898,4
7	BNP Paribas	FRA	79.138,1
8	IntesaBci	ITA	74.451,4
9	JP Morgan Fleming	ZDA	74.039,6
10	Pioneer Inv/Unicredit	ITA	70.449,1
	Skupaj prvih 10		960.308,2
	<b>Skupaj vse družbe za upravljanje</b>		<b>3.492.800,0</b>

Vir: Data digest 2005, 2005, str. 16.

V Tabeli na strani 24 so predstavljene največje družbe za upravljanje v Evropi. Na prvem mestu je *DWS*, članica skupine *Deutsche Bank*. Na drugem mestu med vodilnimi evropskimi upravljavci vzajemnih skladov je *UBS*. Gre za globalno bančno skupino z več kot 135-letno tradicijo (Lubej, 2005, str. 55). Med prvih 10 se je uspelo uvrstiti samo eni družbi za upravljanje iz ZDA (*JP Morgan Fleming*). Prvih pet družb za upravljanje večino sredstev pridobi na domačem trgu, *Deutsche/DWS* (82,4 odstotkov), *UBS* (93,8 odstotkov), *Crédit Agricole* (91,7 odstotkov), *Sanpaolo Imi* (97,5 odstotkov) in *Allianz* (62,8 odstotkov). Družba *Allianz* je prevzela nekaj družb, kar se odraža v njenem portfelju (Data digest, 2005, str. 16). Razdelitev družb za upravljanje po posameznih kategorijah je v Prilogi 2.

#### 4.3. NAJVEČJE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE IN NAJVEČJI VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI

V Sloveniji se z upravljanjem vzajemnih skladov ukvarja 13 družb za upravljanje. Te so v letu 2004 na novo ustanovile prav toliko vzajemnih skladov. Konec leta je bilo poslovanje 20 vzajemnih skladov že v celoti usklajeno z določbami ZISDU-1 (Ur. l. RS, št. 110/02). V spodnjih dveh tabelah so predstavljene družbe za upravljanje in največjih 10 vzajemnih skladov.

Tabela 17: Družbe za upravljanje v Sloveniji na dan 31. 12. 2004 (v EUR)

<i>Družba za upravljanje</i>	<i>Vrednost</i>
KD Investments DZU d.o.o.	399.540.917
Probanka DZU, d.o.o.	70.240.778
NLB Skladi, d.o.o.	61.386.531
Ilirika DZU, d.o.o.	55.050.125
Pomurska DZU, d.o.o.	53.554.236
KBM Infond DZU, d.o.o.	51.731.872
Abančna DZU, d.o.o.	49.473.753
Krekova družba DZU, d.o.o.	28.459.451
Perspektiva DZU, d.o.o.	27.225.754
Medvešek Pušnik	26.765.575
Triglav DZU, d.o.o.	19.216.062
Primorski skladi, d.d.	10.613.018
NFD DZU, d.o.o.	6.153.921
LB Maksima, d.o.o.	3.206.845
<b>Skupaj</b>	<b>866.789.973</b>

Vir: Poročilo o stanju na trgu VP, 2005, str. 34.

V Tabeli 17 so predstavljene družbe za upravljanje v Sloveniji. Konec leta 2004 jih je bilo 14. Med njimi obstajajo velike razlike glede višine sredstev v upravljanju. Pričakovati je, da se bo število v naslednjih letih zaradi konsolidacije panoge in tuje konkurence znižalo.

Tabela 18: Največji vzajemni skladi v Sloveniji na dan 30. 06. 2005

<i>Rang</i>	<i>Vzajemni sklad</i>	<i>Vrednost v 000 SIT</i>	<i>Vrednost v EUR</i>
1	Triglav Steber 1	61.807.485	257.994.395
2	KD Galileo	57.724.354	240.950.749
3	KD Rastko	29.898.845	124.802.593
4	Alfa	16.029.571	66.910.011
5	Modra kombinacija	14.739.928	61.526.833
6	Primus	11.839.574	49.420.288
7	NLB Skladi-Kombinirani sklad	11.807.355	49.285.801
8	Vizija	7.113.044	29.690.991
9	Infond delniški	7.040.294	29.387.321
10	Skala	6.870.176	28.677.221
<i>Skupaj</i>		<i>224.870.627</i>	<i>938.646.207</i>

Vir: ISM-1 obrazci za dan 30. 06. 2005.

V Tabeli 18 je predstavljenih prvih 10 vzajemnih skladov v Sloveniji po velikosti sredstev. Skupaj predstavljajo 78,6 odstotkov vseh sredstev v vzajemnih skladih. Na prvem mestu je *Triglav Steber 1*, ki se je iz PID-a preoblikoval v vzajemni sklad. Zanimivo bo opazovati, koliko časa bo na prvem mestu. Na trgu vzajemnih skladov vlada izrazita koncentracija, saj vodilni sklad predstavlja 27,4 odstotkov trga.

## 5. SMERNICE RAZVOJA: ZDA VS. EU VS. SLOVENIJA

Smernice razvoja predstavljajo novejšje dogodke v ZDA, Evropi in Sloveniji. Sredstva v vzajemnih skladih rastejo od samega začetka. Ustanavljajo se novi vzajemni skladi v novih kategorijah s ciljem pridobiti čimveč novih varčevalcev in ohraniti stare. V tem poglavju so predstavljeni novejši članki s področja pravne regulative, upravljanja in distribucije vzajemnih skladov.

### 5.1. SVETOVNA RAST SREDSTEV V VZAJEMNIH SKLADIH

Z nekaj manjšimi izjemami, predvsem v Aziji, število vzajemnih skladov narašča po vsem svetu z eksplozivno močjo. Delniški skladi prevladujejo v Veliki Britaniji in ZDA, obvezniški imajo večino v kontinentalni Evropi in v srednje razvitih državah. Dosedanja rast je bila pogojena predvsem z naraščajočo globalizacijo finančnega sistema. Ta je povečevala vpliv velikih multinacionalnih finančnih skupin v devetdesetih letih prejšnjega stoletja. Staranje prebivalstva v visoko in srednje razvitih državah bi lahko opredelili kot tretji faktor. Starejša generacija povprašuje po finančnih instrumentih, ki zagotavljajo varnost, likvidnost in višje realne donose na dolgi rok.

Z vidika finančnih institucij, ki ponujajo svoje storitve gospodinjstvom, je rast vzajemnih skladov determinirana z več dejavniki (Deepthi et al., 2003):

- Prvi in najpomembnejši dejavnik je raven dohodka in bogastva rezidentov posamezne države. Investiranje v vzajemne sklade se podobno kot nakup življenjskega zavarovanja in pokojninskega varčevanja šteje za luksuzno dobrino s pozitivno dohodkovno elastičnostjo. V praksi razmerje med BDP p.c. in sredstvi v vzajemnih skladih ni vedno pozitivno.
- Dostopnost substitutov in komplementarnih dobrin vpliva na rast sredstev v vzajemnih skladih. Nepremičnine so daljni substitut vzajemnih skladov, gospodinjstva imajo del premoženja v bančnih depozitih.
- Delnice, obveznice in pogodbeno varčevanje (police življenjskega zavarovanja in pokojninski načrti) kot bližnji substituti igrajo dvojno vlogo. Z vidika posameznega investitorja je povpraševanje po vzajemnih skladih odvisno od stroškovne učinkovitosti, diverzifikacije in kakovosti upravljanja. Agregatna raven postavi vzajemne sklade z vrednostnimi papirji v položaj komplementarne dobrine. Naraščajoča tendenca zavarovalnic in pokojninskih družb je, da nudijo produkte, vezane na vzajemne sklade, kar komplementarnost samo še povečuje.
- Regulacija pokojninskih skladov in zavarovalnic ima močan vpliv na rast vzajemnih skladov. Vpliv je manjši v tistih državah, kjer so pokojninski skladi in zavarovalnice dolžne investirati v državne obveznice. Posledično je vpliv veliko večji tam, kjer imajo institucionalni investitorji proste roke.
- Davčna zakonodaja vpliva na investicijske odločitve posameznikov. Ponekod je vlaganje v vzajemne sklade deležno posebnih davčnih olajšav. Na povpraševanje vpliva vrsta posrednih davkov, ki so vezani na ostale finančne instrumente, ko so vzajemni skladi izvzeti iz obdavčitve. Primer sta ZDA in Francija, kjer je stroga zakonodaja o obrestni meri za vloge na vpogled pripeljala do pomembnega deleža skladov denarnega trga.
- Vzpon informacijske tehnologije, zniževanje stroškov vzdrževanja baz podatkov in možnost velikega števila opravljenih transakcij je postavilo vzajemne sklade v zelo konkurenčen položaj v primerjavi z bankami.
- Države z velikim številom offshore skladov, kot so Luksemburg, Irska, Švica, Hong Kong in Singapur imajo negativni učinek na rast vzajemnih skladov v sosednjih državah.

Eksplozivna rast števila in velikosti vzajemnih skladov po svetu je eden zanimivejših finančnih pojavov dvajsetega stoletja. Posebej to velja za ZDA, kjer so sredstva v vzajemnih skladih narasla z 1,6 mrd. USD v letu 1992 na 8.100 mrd. USD v letu 2004. Podobno se je zgodilo v Evropski uniji, kjer so sredstva z 0,5 mrd. EUR v letu 1989 narasla na

3.400 mrd. EUR v letu 2004 (Investment Company Fact Book 2005, 2005, str. 102; Data Digest 2005, 2005, str. 6).

Na primeru 56 držav lahko vzroke za rast obsega trga vzajemnih skladov razvrstimo v štiri skupine: pravna regulativa, karakteristike na ponudbeni strani in na strani povpraševanja ter tržne karakteristike (Khorana, Servantes, Tufano, 2004):

- Pravna regulativa z učinkovitim sodnim sistemom omogoča večji sektor vzajemnih skladov, lahko pa s svojo učinkovitostjo omogoči tudi direktno investiranje v vrednostne papirje (učinkovito preganjanje trgovanja na podlagi notranjih informacij). Sektor vzajemnih skladov je večji v državah, kjer sta obvezna odobritev prospekta ter razkritje stroškov in uspešnosti poslovanja.
- Na ponudbeno stran vpliva število dni, potrebnih za ustanovitev novega vzajemnega sklada. Negativni učinek ima visoka raven ustanovitvenih stroškov glede na povprečno velikost vzajemnega sklada. Restriktivne omejitve bančnega sektorja pri vstopu na trg vrednostnih papirjev pomenijo manjši obseg vplačil v vzajemne sklade. V državah s koncentriranim bančnim sistemom je število obvezniških vzajemnih skladov manjše.
- Pozitivni učinek na povpraševanje ima starost panoge vzajemnih skladov v posamezni državi. Pripravljenost sprejeti nove finančne instrumente je odvisna od povprečne stopnje izobrazbe. Pomembno vlogo ima dostop do informacij preko časopisov in revij, predvsem pa razširjenost dostopa do interneta med prebivalstvom.
- Tržne karakteristike zajemajo transparentnost, velikost in višino transakcijskih stroškov. Višji transakcijski stroški pri vzajemnih skladih negativno vplivajo na velikost vplačil, saj je za individualnega investitorja ceneje kupovati vrednostne papirje.

## 5.2. NARAŠČANJE ŠTEVILA KATEGORIJ VZAJEMNIH SKLADOV

Obstaja neskladje med velikim številom vzajemnih skladov, delujočih v posameznih kategorijah, in relativno malo družbami za upravljanje. Podatki za ZDA kažejo, da se je v obdobju med letom 1987 in 1997 število vzajemnih skladov povečalo z 2.317 na 6.778, število družb za upravljanje pa s 314 na 424. V istem obdobju se je stopnja razčlenjenosti povečala na 41 različnih kategorij. Sočasno se je kot odziv na potrebe investitorjev po ocenah vzajemnih skladov dogajal razcvet specializiranih revij in publikacij. Povečale so se zahteve po informacijah. Nasprotno je več informacij družbam za upravljanje otežilo doseganje prepoznavnosti na trgu (Massa, 2000, str. 3-5).

Nekatere družbe za upravljanje so v zadnjih 25-ih letih uspele povečati začetni tržni delež, medtem ko drugim to ni uspelo in so celo izgubile tržni delež. V letu 1979 je družba *Fidelity* imela manj kot 6 odstotkov in družba *Vanguard* nekaj čez 2 odstotka sredstev v upravljanju.



Istega leta sta družbi *Dreyfus* in *Kemper* imeli podoben tržni položaj. Do leta 1998 je tržni delež družbe *Dreyfus* padel pod 2 odstotka, družbi *Kemper* pa pod 1 odstotek (Khorana, Servaes, 2004, str.1). V januarju 2004 je na primer družba za upravljanje *Vanguard* investitorjem ponujala 98 različnih vzajemnih skladov (Mahoney, 2004, str. 4).

Investitorji so prisiljeni upoštevati informacije, ki jih na trg pošiljajo oddelki za stike z javnostmi. Kot indikator kakovosti upravljanja celotne družine skladov posamezne družbe za upravljanje se uporablja pretekla donosnost vzajemnih skladov. Investitorji imajo največkrat na razpolago še podatke o višini stroškov (Pirtovšek, Devjak, 2004b, str. 38).

Družbe za upravljanje, ki so boljše od konkurence imajo večji tržni delež. Z uvedbo rangiranja z zvezdicami agencije *Morningstar* v letu 1992 je to postalo še očitneje (Khorana, Servaes, 2004, str. 4). Prelivanje uspešnosti z vzajemnega sklada na družbo za upravljanje ustvarja pozitivne eksternalije signaliziranja (angl. *signaling externality*) in stimulira nadaljnjo kategorizacijo. Vzajemni sklad v novi kategoriji, ki dosega nadpovprečno donosnost je primer kategorizacije z namenom signaliziranja. Investitorji kot heterogena skupina vzajemnih skladov iz različnih kategorij nimajo za bližnje substitute (Massa, 2000, str. 5).

Eksternalije se sistematično izkorišča z lansiranjem vodilnega vzajemnega sklada (angl. *flagship/star fund*), ki dosega nadpovprečno donosnost. Običajno ne zaračunavajo provizije za upravljanje, kar močno pripomore k doseženim rezultatom. Dejstvo, da so družbe za upravljanje pripravljene nositi visoke stroške signaliziranja, jasno nakazuje pomembnost trženja vzajemnih skladov (Massa, 2000, str. 5). Zadostuje že en vzajemni sklad z dobro donosnostjo in družba za upravljanje lahko pričakuje povečan priliv sredstev v upravljanje. Vendar mora družba za upravljanje imeti dovolj vzajemnih skladov, da lahko preliva resurse med njimi (Guedj, Papastaikoudi, 2003, str. 4).

Motivacija za odprtje novega vzajemnega sklada je v povečevanju verjetnosti, da bo vsaj eden izmed družine vzajemnih skladov, ki jih upravlja družba za upravljanje, med najboljšimi. Kar dve tretjini družb za upravljanje z več kot 20 vzajemnimi skladi je v letu 1998 imelo vsaj en sklad med najboljšimi petimi odstotki glede na doseženo donosnost (Khorana, Servaes, 2004, str. 8).

Pri odločanju o ustanovitvi vzajemnega sklada oziroma o vstopu v novo kategorijo se upošteva tržne karakteristike (elastičnost funkcije povpraševanja, stopnjo homogenosti vzajemnih skladov v okviru iste kategorije, heterogenost med samimi kategorijami). Upoštevajo se zmožnost ponudbe pravega svežnja storitev (pričakovana donosnost, kakovost storitve, višina provizij) in višine stroškov (stroški ustanovitve in stroški upravljanja). Naraščanje števila vzajemnih skladov in kategorij postavlja družbo za upravljanje pred ali-ali odločitev (angl. *trade-off*). Ali izbere strategijo zavarovanja pred tveganjem (angl. *risk hedging*) ali pa ekonomijo obsega (angl. *economies of scale*) s strategijo učenja z delom (angl. *learning by doing*). Zavarovanje pred tveganjem preko novih kategorij pomeni

diverzifikacijo znotraj skupine vzajemnih skladov. Strategija učenja z delom omogoča doseganje nadpovprečnih rezultatov v eni kategoriji kot posledico specializacije za posamezno panogo (Massa, 2000, str. 6).

Promocija določenega vzajemnega sklada v okviru družbe za upravljanje pomeni, da bo v največji možni meri zagotovljeno dobro delovanje sklada. Eden izmed najbolj opaznih premikov je menjava upraviteljev oziroma povečanje števila upraviteljev določenega vzajemnega sklada. Nekatere osebne karakteristike pomagajo pri predvidevanju izjemnega delovanja vzajemnega sklada. To se kaže v dejstvu, da je ne glede na presojanje pretekle donosnosti potrebno več kot dve leti slabega upravljanja, da je upravljavec zamenjan. Obstaja velika verjetnost, da se bo število upravljavcev povečalo pri tistem vzajemnem skladu, ki je bil v prejšnjem letu relativno najbolj uspešen (Guedj, Papastaikoudi, 2003, str. 5, 19, 24).

Čim višja je heterogenost investorjev, tem večji učinek imajo pozitivni donosi na ostale sklade iste družbe za upravljanje brez direktnega konkuriranja ostalim skladom. Vstop v novo kategorijo poveča diverzifikacijo celotnega tveganja. Če donosi niso popolnoma korelirani z obstoječimi naložbami, vstop v novo kategorijo zniža celotno volatilito in tveganje celotne družine skladov. Efekt je močnejši, v kolikor se z vstopom v novo kategorijo približamo tržnemu portfelju (Massa, 2000, str. 20). Bolj kot se razlikuje novi produkt, višji tržni delež lahko družba s tem pridobi. Družbe za upravljanje, ki imajo diverzificirano ponudbo, imajo v upravljanju več sredstev (Khorana, Servaes, 2004, str. 4).

### 5.3. TRANSPARENTNOST DISTRIBUCIJE

Družbe za upravljanje običajno uporabljajo eno ali dve prodajni poti za trženje investicijskih točk vzajemnih skladov. Nekatere, kot na primer *Merril Lynch*, se povežejo z borznimi posredniki, ki za njih vršijo prodajo. Drugi (na primer *Dreyfus*) se osredotočajo na upravljanje s sredstvi in prodajo prepustijo neodvisnim borznim posrednikom. Ostale družbe za upravljanje svoje vzajemne sklade tržijo direktno oziroma jih investitorji lahko kupijo v t.i. supermarketih (Mahoney, 2004, str. 6,7). Prvi je bil *OneSource* družbe *CharlesSchwab*, kjer vse vplačane investicijske točke vodijo na konsolidiranem računu stranke. Ustanovljen je bil leta 1992 (Povalej, 2002, str. 30).

Trženje vzajemnih skladov preko posrednikov postaja čedalje pomembnejše. Leta 2003 je bilo 87 odstotkov distribucije vzajemnih skladov v ZDA<sup>9</sup> opravljene s pomočjo tretje stranke v postopku prodaje (angl. *third party distribution*). To pomeni 10 odstotnih točk več kot leta 1990. Spreminjanje splošnega načina prodaje vzajemnih skladov ustvarja nove finančne povezave, ki zahtevajo večjo transparentnost. Stroški prodaje dosegajo velikanske zneske. Leta 2003 je 50 največjih družb za upravljanje v ZDA plačalo 1,5 mrd. USD posredniških provizij. Del tega denarja je bilo direktno plačilo borznim hišam za ugodne razvrstitve na

---

<sup>9</sup> V Evropi je večina distribucije opravljena preko bančnega sektorja, ki je podvržen strogi regulaciji.

njihovih prodajnih seznamih. Račun je bil izstavljen družbi za upravljanje (ni neposredno bremenil vzajemnega sklada), zato velja prepričanje, da višine teh stroškov ni potrebno razkriti v prodajnem prospektu vzajemnega sklada (Deloitte, 2005, str. 4).

Prepoznavnost vzajemnih skladov se dosega s ponujanjem brezplačnih dodatnih storitev. Nekatere družbe poskušajo s trženjem majhnih do srednje velikih pokojninskih analiz, s čimer se osredotočijo na posrednike, ki so zainteresirani za prodajo pokojninskih načrtov lastnikom majhnih in srednjih podjetij. Nekateri skušajo prodreti na posredniški trg s storitvami kot so npr. izobraževalni programi, v okviru katerih nudijo posrednikom oz. svetovalcem dostop do svojih upraviteljev skladov (Povalej, 2001, str. 38).

Borzni posredniki v okviru prodaje in trženja vzajemnih skladov družbam za upravljanje posredujejo podatke in tržne raziskave. Pod tržnimi raziskavami se večkrat skrivajo nagrade za uspešnost trženja določenih vzajemnih skladov, kar povzroča konflikt interesov med investitorjem in borznim posrednikom (Mahoney, 2004, str.17).

Takšno početje ni nezakonito, lahko pa ustvari nasprotje interesov, saj potencialni investitor ne pozna razmerja med posrednikom in družbo za upravljanje. Nekateri so začeli na svojih spletnih straneh objavljati sezname družb za upravljanje, od katerih prejema plačila za preferenčno prodajo. SEC pozorno spremlja dogajanje in v kolikor samoiniciativa ne bo zadostovala, bo zahtevala razkritje podatkov ob nakupu točk vzajemnega sklada. Prav tako je SEC leta 2004 pričela z revizijo 12-b provizije<sup>10</sup>, ker investitorji niso dovolj seznanjeni z višino stroškov, ki iz tega naslova bremenijo premoženje vzajemnega sklada (Deloitte, 2005, str. 4).

Način, kako se ponujajo enote premoženja vzajemnih skladov in prodajajo posameznim vlagateljem ter kako poteka njihova promocija, lahko pomembno vpliva na izbiro potencialnega investitorja. Vlagatelji, ki se soočajo z bolj zapletenimi produkti, potrebujejo boljše in preprostejše razkritje informacij o donosnosti in stroških. Spremembe se v Evropi kažejo tudi na strani ponudbe. Banke postopoma odpirajo svoja vrata vzajemnim skladom, ki jih upravljajo tretje osebe. To jim omogoča, da se posvetijo svojim ključnim sposobnostim in privabljajo stranke, ki iščejo »najboljši produkt na trgu«. Navsezadnje je distribucija glavno stroškovno mesto v evropskem sektorju vzajemnih skladov (Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade, 2005, str. 5) .

V Evropski uniji je trenutno najbolj aktualno upravljanje in trženje garantiranih skladov in vzajemnih skladov z zavarovanjem glavnice (glej Prilogo 3). Ti skladi so od sredine osemdesetih let prejšnjega stoletja čedalje bolj prepoznavni. Septembra leta 2004 je bilo v 2.668 garantiranih skladih in skladih z zavarovanjem glavnice 174,3 mrd. EUR sredstev v upravljanju.

---

<sup>10</sup> 12-b provizija v ZDA pokriva stroške oglaševanja, izdelavo propagandnega gradiva, prodajnih akcij in distribucije enot premoženja vzajemnega sklada.

Z vidika transparentnosti distribucije se pojavljata dve pomembni vprašanji:

- Garantirani skladi z ekonomskega vidika – zavarovanje investitorjev pred tržnim tveganjem z uporabo primernih investicijskih politik (uporaba izvedenih finančnih instrumentov).
- Garantirani skladi s pravne vidika – zagotovitev dodatne formalne garancije neodvisnega ponudnika ali s strani družbe za upravljanje.

Uporaba izvedenih finančnih instrumentov je predvidena tudi v direktivi UCITS III. Glavni problem pri trženju garantiranih skladov je v tem, da investicijska politika v večini primerov ni primerno razkrita v prodajnem prospektu vzajemnega sklada (Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds – Background paper, 2005, str. 19).

#### **5.4. IZPOPOLNJENA REGULACIJA VZAJEMNIH SKLADOV**

V zadnjih dveh letih je mnogo primerov slabe poslovne prakse družb za upravljanje privedlo k zaostitvi zakonodaje. Implementacija novih pravil v poslovno prakso predstavlja izziv za vse, stroškovno pa so najbolj prizadete manjše družbe za upravljanje.

Generalni tožilec New Yorka Elliot Spitzer je leta 2003 s precedenčnim primerom tožbe<sup>11</sup> (*Canary Capital Partners LCC*) zaradi nepravilnosti pri prodaji in trženju investicijskih kuponov napovedal izpopolnjevanje regulacije vzajemnih skladov (Mahoney, 2004, str. 3).

Pozno trgovanje (angl. *late trading*) je pojav, ko investitorji vplačajo svoja sredstva po 16. uri popoldne<sup>12</sup>, pri konverziji sredstev pa je upoštevana dnevna vrednost enote premoženja. Investitorji imajo po obračunskem času možnost uporabe informacij, ki v izračunu enote premoženja niso bile upoštevani. Kupujejo enote premoženja, ko je njihova vrednost višja od izračunane in prodajajo ob padcu vrednosti (Tyson, 2004, str. 39).

Trgovanje z upoštevanjem časovne komponente (angl. *market timing*) pomeni, da ima investitor večjo frekvenco nakupov in prodaj, vendar so vsa naročila dana pred 16. uro oziroma pred izračunom vrednosti enote premoženja. Motivacija za takšno trgovanje je prepričanje, da v dnevnem izračunu niso upoštevane vse komponente različnih razredov naložb (mednarodni trgi se zaprejo pred 16. uro, nelikvidni vrednostni papirji ne odražajo prave cene). Podobno kot pri poznem trgovanju se pri trgovanju z upoštevanjem časovne komponente izkoriščajo neskladja med izračunano in dejansko vrednostjo sredstev vzajemnega sklada (Tyson, 2004, str. 39).

---

<sup>11</sup> Nekaj več kot dvanajst družb za upravljanje je plačalo 2 mrd. USD poravnave za nepravilnosti pri prodaji točk vzajemnih skladov (Khorana, Servaes, 2004, str. 1).

<sup>12</sup> V ZDA pravilo 22c-1 iz leta 1968 določa, da se investitorjem sredstva konvertirajo po vrednosti enote premoženja na dan vplačila. Večina družb za upravljanje izračunava vrednost enote premoženja enkrat dnevno ob 16. uri. V Sloveniji je ATVP za družbo MedvešekPušnik pri prvih dveh globalnih vzajemnih skladih določila konverzijo T+2.

Pozno trgovanje in trgovanje z upoštevanjem časovne komponente se pogosto pojavljata sočasno. SEC je pri preprečevanju tega pojava zahtevala razkritje politike družb za upravljanje glede teh dveh vprašanj. Gledano s pravnega vidika je trgovanje z upoštevanjem časovne komponente legalno, medtem ko je pozno trgovanje protizakonito (Zitzewitz, 2004, str. 7).

SEC je v prizadevanju zmanjšati pojav trgovanja z upoštevanjem časovne komponente predlagala uvedbo posebne izstopne provizije za prodaje deležev v petih delovnih dneh. Pri boju s poznim trgovanjem je predlagala, da se vse prodaje do 16. ure izvršijo z dnevno ceno. Pri kasnejših prodajah se upošteva izračunana vrednost enote premoženja naslednjega dne (angl. *hard close*) (Deloitte, 2005, str. 3).

V Evropi zaenkrat še ni dokazov o večjih zlorabah politike poznega trgovanja in trgovanja z upoštevanjem časovne komponente. Vseeno je Združenje Luksemburških družb za upravljanje (angl. *Association of Luxembourg Fund Industry-ALFI*) izdalo dobre pogoje poslovanja oziroma priporočila o objavi presečne ure v prospektih vzajemnih skladov (Deloitte, 2005, str. 3).

Direktiva UCITS vzpostavlja več zaščitnih mehanizmov za varstvo vlagateljev. Rezultati so bili do sedaj zadovoljivi. Vendar je zaznati pojav novih tveganj, poleg tega se tržna pričakovanja spreminjajo. V Evropi bo potreben celovitejši pristop k varstvu vlagateljev, ki bo bolj upošteval tveganja. Tu gre predvsem za usklajevanje stališč med evropskimi zakonodajalci na področju preprečevanja navzkrižnih interesov in ukrepov za varstvo vlagateljev.

Najnovejši trendi spreminjajo nekatere s tveganjem povezane značilnosti. Zunanje izvajanje poslovnih funkcij ali premiki k odprti strukturi bi lahko imeli za posledico povečanje operativnega tveganja ali navzkrižja interesov. Nove vrste vzajemnih skladov, ki so zasnovane na bolj zapletenih naložbenih strategijah, imajo večkrat značilnosti, ki jih majhni vlagatelji ne razumejo najboljše. Na dolgi rok bo težko držati korak na področju finančne inovativnosti in bolj zapletenih distribucijskih sistemov. Potrebno bo izdelati bolj sistematične ocene poglobitnih tveganj, ki se pojavijo v vsaki fazi vrednostne verige sektorja vzajemnih skladov (Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade, 2005, str. 3, 8).

## **5.5. UPRAVLJANJE VZAJEMNEGA SKLADA**

V zadnjem času so se zvišali standardi za korporacijsko upravljanje (angl. *corporate governance*) povsod po svetu. Pozornost, ki jo uživa vprašanje korporacijskega upravljanja, je aktualna tudi pri upravljanju družb za upravljanje in njihovih vzajemnih skladov. Več kot 40 držav po svetu že ima svoj kodeks upravljanja družb oziroma je sprejela ustrezno zakonodajo

na tem področju. V ZDA so sprejeli *Sarbanes-Oxley Act*<sup>13</sup>, ki določa strožja merila pri finančnem poročanju, izboljšano transparentnost in nadgraditev upravljanja s tveganji (Epstein, 2005, str. 38-39). V Franciji je poročilo *Vienot in Bouton* določilo četrty najstrožji standard korporacijskega upravljanja na svetu. Velike spremembe so se zgodile tudi pri načinu upravljanja vzajemnih skladov (angl. *fund governance*). V Franciji so leta 2004 prvič zahtevali aktivno glasovanje na skupščinah delničarjev podjetij, ki jih imajo vzajemni skladi v svojem portfelju (Deloitte, 2005, str. 6).

V Evropski uniji direktiva UCITS ne omenja delniškega aktivizma. Vendar tako imenovano *Winterjevo poročilo* in *Akcijski plan korporacijskega upravljanja* (angl. *Corporate Governance Action Plan*) priporočata vsem članicam izvajanje glasovalne pravice na skupščinah delničarjev.

Princip transparentnosti glasovanja upravitelja premoženja na skupščinah delničarjev je splošno priznan ob upoštevanju dveh načel:

- Vlagatelji v vzajemni sklad nimajo pravice vplivanja na odločitev upravljavca o načinu glasovanja. Ta pravica je rezervirana za upravitelja, ki pa jo mora izvrševati po načelu dobrega gospodarja in v skladu z investicijsko politiko vzajemnega sklada.
- Javno razkritje korporacijskega upravljanja in glasovanja na skupščinah delničarjev spodbuja pravilno izvrševanje pravic in omogoča informiranost vlagateljev v vzajemnem skladu.

Na drugi strani se je potrebno zavedati dveh zelo pomembnih posledic. Prva se nanaša na navzkrižje interesov na relaciji vlagatelj – družba za upravljanje (družba za upravljanje je lahko del večje finančne skupine, ki ima različne finančne povezave z izdajateljem delnic). V tem primeru je regulator tisti, ki mora poskrbeti za pravilno ravnanje. Druga zelo pomembna posledica so stroški. Ti so lahko zelo visoki (stroški prevoza, pridobivanja informacij, ogromna poraba časa...) in ne odtehtajo potencialnih koristi glasovanja, zato se upravitelji pogosto ne udeležujejo skupščin delničarjev. Tu se pojavlja rešitev v obliki najema specializiranih ponudnikov, ki poskrbijo za glasovanje, informiranje, raziskave in javno obveščanje (Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds – Background Paper, 2005, str. 15-16).

31. avgusta 2004 so družbe za upravljanje v ZDA prvič razkrile svoj način glasovanja na skupščinah delničarjev. Razkritje je bilo posledica pravil, ki jih je sprejela SEC v januarju 2003. Sprejetju pravil so močno nasprotovale družbe za upravljanje, na čelu z največjima družbama *Fidelity* in *Vanguard*. Kljub močnemu lobiranju je SEC predlog podprla s štirimi glasovi za in enim proti. Podobna pravila bodo v letošnjem letu stopila v veljavo tudi v Kanadi, Veliki Britaniji, Avstraliji in na Nizozemskem (AFL-CIO, 2004, str. 3).

---

<sup>13</sup> *Sarbanes-Oxley Act* je bil sprejet leta 2002 kot odgovor na številne finančne afere, ki so se pojavile v ZDA. Najodmevnejše so bile: *Enron* (2001), *Adelphia* (2002), *WorldCom/MCI* (2002), *Sunbeam* (2001), *Tyco* (2002), *Waste Management* (1998), *AOL* (2000), *Bristol-Meyers Squibb* (2000) in *Halliburton* (2000).

V letu 2004 je SEC odobrila dve temeljni spremembi v sestavi uprave vzajemnih skladov. Tako mora biti predsednik uprave vzajemnega sklada neodvisen od družbe za upravljanje in vsaj 75 odstotkov članov uprave vzajemnega sklada mora biti neodvisnih. Trenutno je vsaj 80 odstotkov predsednikov uprav vzajemnih skladov povezanih z družbami za upravljanje. Nova pravila stopijo v veljavo januarja 2006. V Veliki Britaniji, Avstraliji in na Japonskem vzajemni skladi nimajo uprav. V Veliki Britaniji<sup>14</sup> so vzajemni skladi nadzorovani s strani skrbniških bank, ki skrbijo za izpolnjevanje zakonskih in regulatornih zahtev (Deloitte, 2005, str. 6).

## 5.6. VEČJA VLOGA ALTERNATIVNIH INVESTICIJ

Hedge skladi (angl. *hedge funds*), ETF-ji (angl. *exchange-traded funds*), skladi zasebnega kapitala (angl. *private equity funds*), nepremičninski skladi (angl. *real estate funds*) postajajo sprejemljive naložbe v mnogih portfeljih. Družbe za upravljanje bodo morale ponuditi investitorjem večji razpon možnih naložb, če bodo hotele ostati konkurenčne. Alternativne naložbe pridobivajo svoje privrčence tako med institucionalnimi investitorji kot med posamezniki. Delež alternativnih naložb je z 1,5 odstotka v letu 2000 narasel na 6,3 odstotka v letu 2003, medtem ko imajo institucionalni investitorji pogosto več kot 10 odstotkov takšnih naložb v svojem portfelju. Sredstva v hedge skladih naraščajo z eksplozivno močjo. Leta 1990 je bilo v hedge skladih investiranih 39 mrd. USD, do leta 2004 se je številka povzpela na 890 mrd. USD (Deloitte, 2005, str. 7).

UCITS vzajemni skladi tekmujejo s številnimi drugimi produkti, ki se potegujejo za zasebne prihranke evropskih vlagateljev (življenjsko zavarovanje, ki je vezano na enoto premoženja vzajemnega sklada, oziroma produkti, ki so podobni vzajemnim skladom). Vendar zanje veljajo drugačni zakonski in davčni predpisi in se prodajajo prek drugačnih prodajnih procesov. Alternativne naložbene možnosti, med njimi hedge skladi in skladi zasebnega kapitala, postajajo čedalje bolj zaželeni. Upravljavcem ponujajo nove koristi na podlagi razprševanja, obljublja višje donose in potencialno prinašajo nov zagon splošni tržni likvidnosti (Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade, 2005, str. 9).

Hedge sklad je razvil sociolog Alfred Winslow Jones, ki je svojo kariero začel v novinarstvu. Leta 1949 je v reviji *Fortune* objavil članek, v katerem je raziskoval tehnične metode analize trga. Dva meseca pred izidom članka je ustanovil investicijski sklad v obliki partnerske pogodbe s karakteristikami današnjih hedge skladov. Investicijsko politiko je oblikoval kot nevtralno strategijo, pri kateri je dolgo pozicijo v podcenjenih vrednostnih papirjih kompenziral in delno financiral s kratko pozicijo v ostalih vrednostnih papirjih. Takšna pozicija je omogočala vzvod in prevzemanje večjega tveganja ob omejenih sredstvih. V enem izmed naslednjih člankov je leta 1966 tudi skoval besedno zvezo »hedge fund« kot opis nevtralne strategije (Brown, Goetzmann, Ibbotson, 1998, str. 3, 4).

---

<sup>14</sup> Institut skrbniške banke se uporablja tudi v Sloveniji. Uveden je bil z novim zakonom ZISDU-1.

Tabela 19: Primerjava glavnih značilnosti hedge skladov z vzajemnimi skladi

	<b>Vzajemni skladi</b>	<b>Hedge skladi</b>
<b>Cilji</b>	Relativna uspešnost v primerjavi z benchmarkom	Absolutni pozitivni donos
<b>Upravljanje s teveganjem</b>	Vzajemni sklad sledi benchmarku (z določeno stopnjo napake zaradi denarnih sredstev v svojem portfelju)	Minimaliziranje tveganja (ohranitev glavnice)
<b>Investicijska politika</b>	Večinoma vrednostni papirji	Pretežno uporaba izvedenih finančnih inštrumentov
<b>Sredstva v upravljanju</b>	10.000 mrd. USD	800 mrd. EUR
<b>Pričakovana rast</b>	8 – 10% p.a.	20 – 25 % p.a.

Vir: Masfeld, 2004.

V Tabeli 19 so predstavljene glavne karakteristike hedge skladov v primerjavi z vzajemnimi skladi. Zaradi višje pričakovane rasti so hedge skladi v zadnjem času zelo popularni. Vlagatelji bi morali biti zelo previdni, saj hedge skladi s svojo investicijsko politiko prevzemajo visoke stopnje tveganja. S slabo regulacijo in nadzorom se investicija v hedge skladu za povprečnega vlagatelja lahko izkaže kot napačna odločitev (Tyson, 2005, str. 56).

Eden glavnih problemov pri hedge skladih je v tem, da postajajo čedalje bolj dostopni majhnim investitorjem preko skladov hedge skladov. Medtem ko je bilo še nekaj let nazaj potrebno zagotoviti vsaj milijon USD začetnega pologa, se danes najnižji začetni pologi gibljejo okoli 5.000 USD. Skladi hedge skladov so v večini primerov registrirani izven ZDA, vendar so še vedno dostopni ameriškim vlagateljem kljub domačim omejitvam (Looking for trouble, 2005, str. 71-72).

ETF-ji so registrirani kot odprte investicijske družbe, ki jim je zakonodajalec dovolil, da se lahko z njihovimi delnicami trguje na sekundarnem trgu. Njihov cilj je čimbolj natančno posnemanje gibanja vrednosti pripadajočega borznega indeksa (Jesenek, 2003, str. 98).

Najbolj znani ETF skladi so *Spiders* (posnemajo indeks *Standard&Poors Deposit Receipts*, njihovo ime izhaja iz kratic SPDR), *Cubes* (zasledujejo indeks NASDAQ 100 – 100 največjih nefinančnih podjetij in uporabljajo oznako QQQ, od tod ime cubes), *Diamonds* (sledi indeksu *Dow Industrial Average* in uporablja simobl DIA, tako pridemo do imena *Diamonds*) in *Vipers* (*Vanguard Group* je izdala *Vanguard Index Participation Equity Receipts*, poznane kot *Vipers*, vsak zasleduje enega izmed njihovih indeksnih skladov). Septembra 2004 je bilo 143 ETF skladov, v katerih je bilo 190,5 mrd. USD sredstev (Sindell, 2005, str. 109).

Pomembnost ETF-jev je razvidna iz obsega trgovanja z njihovimi delnicami. Tako je bilo v delnice *Spiders* konec leta 1999 investiranih 19,8 milijard USD. Po številu lotov v dnevem trgovanju jo je v letu 1998 prehitela samo delnica *Compaq*, glede na dolarski dnevni promet pa je bila najlikvidnejša delnica v letu 1998 (Elton et al., 2000, str. 2).



## 5.7. "OFFSHORE" PREMIKI

"Offshore" finančni centri<sup>15</sup> (angl. *Offshore Financial Centers – OFC*) so območja pravne ureditve, za katera velja, da imajo zelo visoko raven finančne aktivnosti s strani nerezidentov. Pri nastanku OFC pomembno vlogo igra geografska lega. Oznaka davčne oaze oziroma možnosti nezakonitega pranja denarja je močno povezana z ogromnimi pritoki kapitala nerezidentov. Glavna motivacija za prenos sredstev je izognitev domači zakonodaji in davčni obveznosti (Rose, Spiegel, 2005, str. 7). Ko se zmanjšujejo (fiskalni) prihodki, kar je posledica denarnih kapitalskih tokov, ki jih usmerja »škodljiva« davčna praksa, države ukrepajo s povečanim mednarodnim sodelovanjem za zaščito svoje davčne baze, ki začne erodirati (Plantan, 2002, str. 18).

Opazovalci so ugotovili, da ima "offshore" praksa (to je prenos dela iz industrializiranih držav v države z nižjimi stroški) potencial za korenito znižanje stroškov. Sedaj se tega zavedajo tudi družbe za upravljanje. Leta 2004 se je število finančnih institucij, ki so premaknile sedež delovanja v "offshore" območje, povečalo za 46 odstotkov. Število odprtih delovnih mest v "offshore" središčih je istega leta naraslo za 500 odstotkov. Ocenjuje se, da bo do leta 2010 v "offshore" središčih približno 20 odstotkov finančnih posrednikov, s čimer naj bi prihranili 1,5 mrd. USD letno. Veliko finančnih institucij (*Deutsche Bank, Barclays, HSBC, Fidelity Investments, Citigroup, JPMorgan Chase*) prenaša informacijsko tehnologijo, oddelke za transakcije in klicne centre v offshore središča (Deloitte, 2005, str. 12).

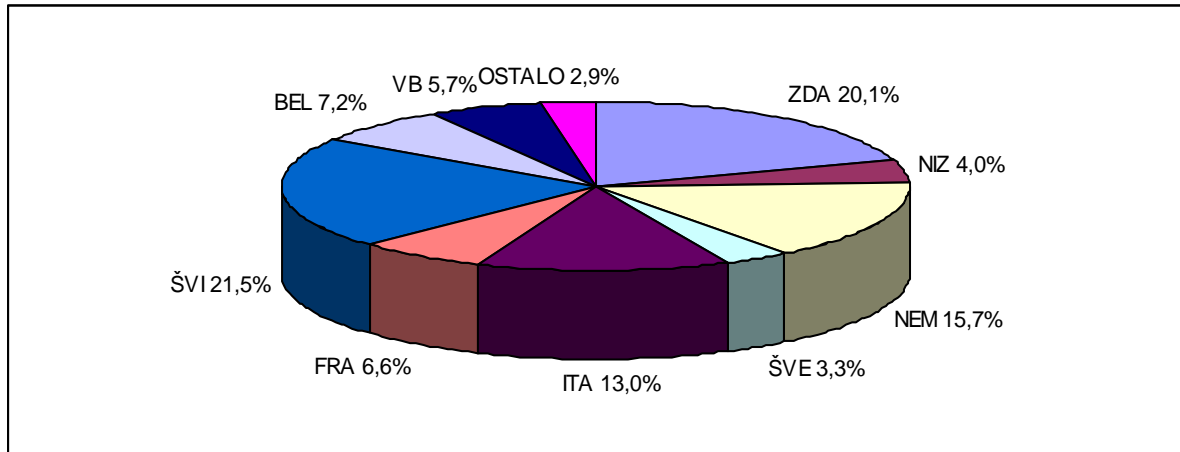
"Offshore" hedge skladi so registrirani na Britanskih deviških otokih, Bahamih, Bermudskih otokih, Kajmanskih otokih, v Dublinu in Luksemburgu (Brown, Goetzemann, Ibbotson, 1998, str. 6). Vzajemni skladi sledijo trendom selitve na tista območja, kjer je davčna obveznost nerezidentov minimalna. Spodaj sta predstavljeni dve najbolj znani "offshore" središči vzajemnih skladov – Luksemburg in Dublin.

Luksemburg je postal evropsko središče družb za upravljanje. Trije glavni razlogi za rast so: diskretnost bančnega sistema, ugodni davčni zakoni in geografska lega. Rast je bila delno pogojena s sprejetjem nemške zakonodaje v letu 1992. Nemčija je uvedla 25-odstotni davek na vsa izplačila iz vzajemnih skladov. Nemške banke so začele v Luksemburgu ustanavljati podružnice (Khorana, Servaes, Tufano, 2004, str. 4).

---

<sup>15</sup> Forum za finančno zaščito držav G7 deli offshore finančna središča v tri skupine glede na stopnjo nevarnosti za stabilnost svetovnega finančnega sistema. V prvi skupini so: Hongkong, Luksemburg, Singapur in Švica kot najbolj urejeni sistemi z vso ustrežno zakonodajo in nadzorom nad finančnim sistemom. V tej skupini so še Irska (Dublin), otoki Man, Guernsey in Jersey, vendar ti še ne dosegajo kakovosti nadzora prvih štirih. V drugi skupini so: Andora, Bahrein, Barbados, Bermuda, Gibraltar, Labuan, Macao, Malta in Monako, v tretji, ki imajo najnižjo raven urejenosti in nadzora nad finančnim sistemom, pa so: Angleški deviški otoki, Angvila, Antigva, Aruba, Bahami, Belize, Ciper, Cookovo otočje, Kajmanski otoki, Kostarika, Libanon, Lichtenstein, Marshallovo otočje, Mavritius, Nauru, Nizozemski Antili, Niue, otočje Turks in Caicos, Panama, St. Kitts and Nevis, Sveta Lucija, Saint Vincent in Grenadine, Samoa, Sejšeli ter Vanuatu (Plantan, 2002, str. 19).

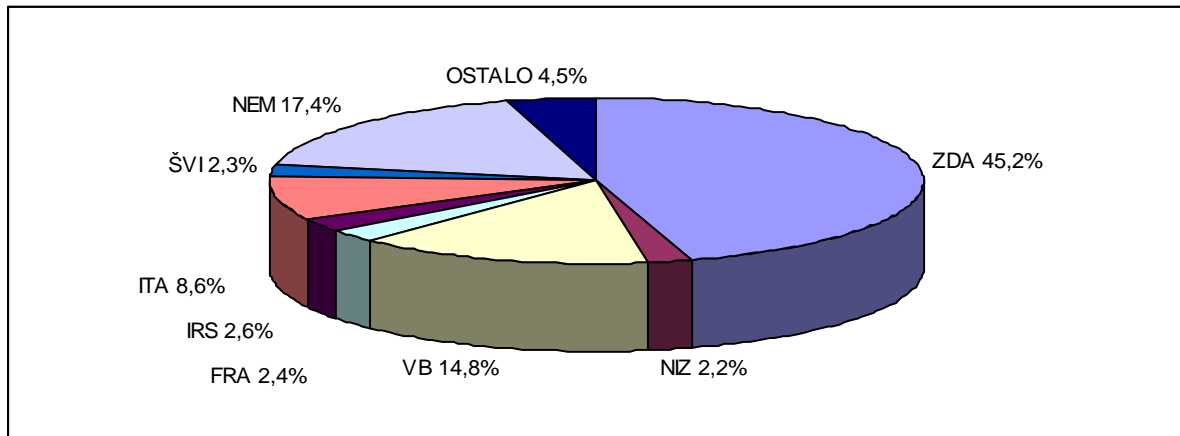
Slika 8: Sredstva v upravljanju v Luksemburgu po državi izvora



Vir: Data digest, 2005, str. 15.

Na Sliki 8 so prikazana sredstva v upravljanju v Luksemburgu glede na državo izvora. Opaziti je, da večina sredstev prihaja iz držav Evropske unije. Prevladujejo sosednje države in države z razvitim finančnim sektorjem.

Slika 9: Sredstva v upravljanju v Dublinu po državi izvora



Vir: Data digest, 2005, str. 15.

Na Sliki 9 so prikazana sredstva v upravljanju v Dublinu glede na državo izvora. Največji delež imajo ZDA, kar deloma lahko povežemo z zelo močnim gospodarskim sodelovanjem med državama, ki je posledica irskega izseljevanja v ZDA.

Irska, posebno še Dublin, ima sloves dobre izobražene delovne sile in ugodnega davčnega statusa družb za upravljanje. Družbe, ustanovljene pred letom 1998 so zavezane k plačilu 10 odstotnega davka, kar je bistveno manj od ostalih podjetij. V primeru rentnih izplačil so upravičene do dvojnih davčnih olajšav. Pomembno vlogo na Irskem ima *Center za mednarodne finančne storitve* (angl. *International Financial Services Center-IFSC*). Družbam za upravljanje nudi logistično podporo pri uveljavljanju davčnih olajšav. Harmonizacija regulacije, ki dovoljuje prodajo vzajemnih skladov po vsej Evropi, bo pospešila rast takšnih centrov (Khorana, Servaes, Tufano, 2004, str. 9-10).

## 5.8. RACIONALIZACIJA PRODUKTOV IN INVESTICIJE V UČINKOVITOST

Družbe za upravljanje iščejo načine, kako racionalizirati paleto produktov. Prihaja do združitve oziroma zaprtja neprofitabilnih vzajemnih skladov, do posvojitve in do zaustavitve rasti prevelikih vzajemnih skladov. UCITS III direktiva bo v Evropi pospešila konsolidacijo vzajemnih skladov, saj je sedaj mogoče ustanoviti vseevropske vzajemne sklade. V prvih desetih mesecih je bilo v ZDA 79 aktivno upravljanih vzajemnih skladov bodisi likvidiranih bodisi združenih v drug vzajemni sklad. Pridružili so se 195 vzajemnim skladom, ki jih je podobna usoda doletela leta 2003. Pritisk za znižanje provizij in povečanje stroškov regulacije je čedalje večji (Deloitte, 2005, str. 10).

Tabela 20: Spremembe v številu vzajemnih skladov v Evropi v letu 2004

<i>Rang</i>	<i>Država</i>	<i>Število vzajemnih skladov leta 2003</i>	<i>Število vzajemnih skladov leta 2004</i>	<i>Novi vzajemni skladi leta 2004</i>	<i>Združitve /zaprtje vzajemnih skladov</i>	<i>Neto prirast</i>
1	Belgija	2.045	2.184	290	151	139
2	Nemčija	2.445	2.540	234	139	95
3	Švica	1.374	1.447	136	63	73
4	Avstrija	836	879	87	44	43
5	Španija	2.672	2.711	190	151	39
6	Danska	441	463	34	12	22
7	Finska	338	359	44	23	21
8	Mednarodni	2.958	2.972	299	285	14
9	Francija	5.397	5.406	406	397	9
10	Portugalska	243	249	26	20	6
11	Grčija	266	265	12	13	-1
12	Norveška	367	361	19	25	-6
13	Italija	2.010	1.977	169	202	-33
14	Švedska	568	532	7	43	-36
15	Nizozemska	345	284	6	67	-61
16	VB	1.527	1.463	42	106	-64
<b>Skupaj</b>		<b>23.832</b>	<b>24.092</b>	<b>2.001</b>	<b>1.741</b>	<b>260</b>

Vir: Data digest 2005, str. 31.

V Tabeli 20 je prikazan neto prirast vzajemnih skladov v Evropi v letu 2004. V letu dni je bilo od 2.001 na novo ustanovljenih vzajemnih skladov 1.741 likvidiranih oziroma priključenih k drugim vzajemnim skladom. Na evropskih tleh je bil tako neto prirast 260 novih vzajemnih skladov. Trend racionalizacije in konsolidacije je bil najbolj opazen v Veliki Britaniji, Italiji, na Nizozemskem in Švedskem.

Obstoj prevelikega števila vzajemnih skladov je ovira, ki sektorju vzajemnih skladov v EU preprečuje, da v največji možni meri izkoristi prednosti, ki jih ponuja ekonomija obsega. Večja konsolidacija je s čezmejnimi spojitvami skladov eden od načinov za zmanjševanje stroškov in povečevanje donosnosti skladov, čeprav so družbe za upravljanje počasne pri

racionalizaciji svojih ponudb celo na nacionalni ravni (Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade, 2005, str. 7).

Družbe za upravljanje imajo tradicionalno visoke operativne stroške. Izboljšati učinkovitost je prvi izmed ključev za povečanje dobička, drugi je zniževanje in pregled nad stroški. Pogajanja za zniževanje transakcijskih stroškov so čedalje pogostejša. Informacijska infrastruktura je postala ključ do uspeha. Družbe za upravljanje so začele graditi enotno platformo, poteka integracija sistemov in konsolidacija podatkov. Izboljšuje se upravljanje s podatki preko preprečevanja odvečnega podvajanja in zagotavljanja konsistentnosti (Deloitte, 2005, str. 13).

### **5.8.1. EVROPSKI POTNI LIST ZA DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE**

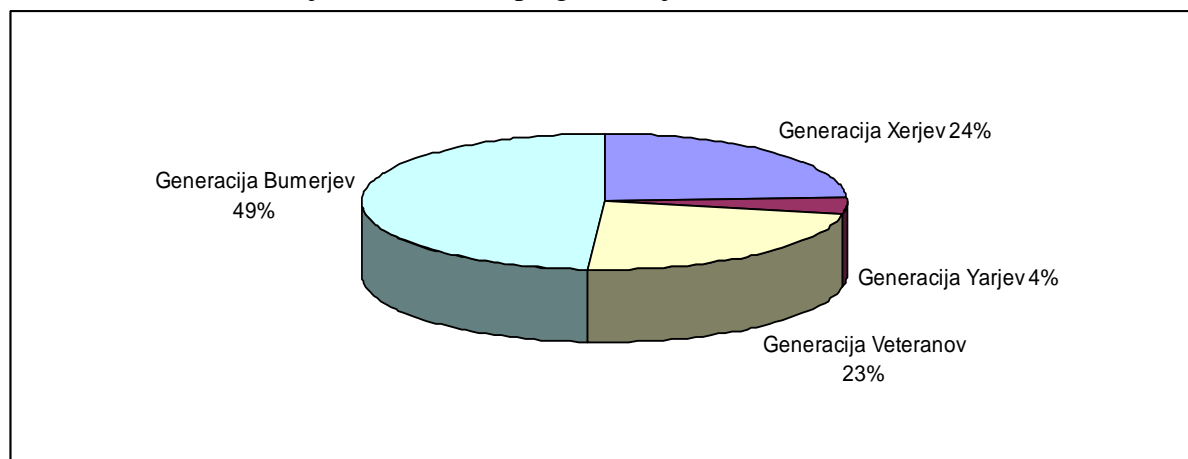
Evropski potni list omogoča vzajemnemu skladu, da na podlagi predhodne priglasitve družbe za upravljanje ponuja svoje enote premoženja majhnim vlagateljem v katerem koli pravnem sistemu EU, ko dobi dovoljenje v eni državi članici. Ena izmed ključnih prednostnih nalog v prihodnje (glej Prilogo 4) je konsolidacija potnega lista za UCITS vzajemne sklade. Potrebno bo poenostaviti postopke za priglasitev vzajemnega sklada, ki uporablja potni list. Vsebinska, zahtevnost in dolžina faze priglasitve se zelo razlikujejo od ene do druge države članice. Največje nejasnosti se pojavljajo pri delitvi nadzora vzajemnega sklada in njegovega upravljavca na dve sodni pristojnosti, kar bi lahko ogrozilo učinkovitost kontrol tveganja in varstva vlagateljev (Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade, 2005, str. 4-5).

Glavni razlogi za začetne težave pri uvajanju potnega lista ležijo v različni davčni zakonodaji v posameznih članicah EU, razlikah v preferencah vlagateljev, ki se razlikujejo od države do države, in visokih stroških registracije. Ocenjeni stroški znašajo za celoten sektor vzajemnih skladov več kot 20 mio. EUR letno za postopek registracije. Temu je potrebno prišteti še 25 mio. EUR letno za obnavljanje registracije (Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds – Background paper, 2005, str. 15).

### **5.9. LASTNIŠTVO VZAJEMNIH SKLADOV PO GENERACIJAH V ZDA**

Generacija Veteranov (angl. *Silent Generation*) je rojena pred letom 1945. Generacija Bumerjev (angl. *Boom Generation*) je rojena med 1946 in 1964. Rojeni so bili po koncu 2. svetovne vojne in bili vzgojeni v času izjemnega optimizma, priložnosti in napredka. Generacija Xerjev (angl. *Generation X*) je bila rojena med 1965 in 1976. Značilnost te generacije je padec iluzij, odraščanje v senci Boomerjev in v času rojstva azijskih tigrov. Generacija Yarjev (angl. *Generation Y*) je rojena leta 1977 ali pozneje. To so otroci Bumerjev in zgodnjih Xerjev, njihova značilnost pa je svet visoke tehnologije in novega optimizma. Yarji in Bumerji so rojeni optimisti, Xerje označuje raznovrstnost, za Veterane je značilna predanost (Erjavšek, 2004, str. 22-23).

Slika 10: Lastništvo vzajemnih skladov po generacijah



Vir: ICI Profile of Mutual Fund Shareholders, 2004, str. 51.

Na Sliki 10 so predstavljeni deleži sredstev v vzajemnih skladih po generacijah. Štiri odstotke sredstev v vzajemnih skladih ima generacija Yarjev, ki s svojimi prihranki šele vstopa na kapitalske trge. Največji 49-odstotni delež pripada generaciji Bumerjev, ki so tik pred upokojitvijo, kar se odraža v višini privarčevanih sredstev. Četrtni pripadata generacijama Xerjev in Veteranov. Xerji so na sredini aktivne delovne dobe, medtem ko Veterani že uživajo sadove svojega dela.

Tabela 21: Značilnosti vlagateljev v vzajemne sklade po generacijah (mediana)

	<i>Yarji</i>	<i>Xerji</i>	<i>Bumerji</i>	<i>Veterani</i>
<b>Starost vlagateljev</b>	<b>25 let</b>	<b>34 let</b>	<b>49 let</b>	<b>66 let</b>
Prihodki gospodinjestev v USD	45.000	70.000	75.000	59.000
Sredstva gospodinjestev v USD	30.000	60.000	153.000	250.000
Sredstva na gospodinjestvo v VS v USD	7.000	25.000	62.500	87.500
Št. odprtih računov VS	3	4	5	4
Leto vstopa v VS	1999	1996	1988	1981
<b>Alokacija sredstev:</b>				
Delniški skladi	51%	59%	56%	54%
Obvezniški skladi	19%	12%	14%	16%
Mešani skladi	11%	11%	11%	13%
Skladi denarnega trga	12%	16%	17%	16%
Ostali skladi	7%	2%	2%	1%

Vir: ICI Profile of Mutual Fund Shareholders, 2004, str. 55-56.

V Tabeli 21 so predstavljene osnovne karakteristike varčevalcev glede na pripadnost generaciji. Poleg mediane starosti, letnih prihodkov gospodinjestev, akumuliranega premoženja gospodinjestev in višine sredstev v vzajemnih skladih po generacijah je zanimivo pogledati alokacijo sredstev med posameznimi kategorijami vzajemnih skladov. Mediana pri alokaciji sredstev se generacijsko ne spreminja opazno. Največja razlika je vidna pri ostalih skladih, ki pri generaciji Yarjev dosega 7-odstotni delež. Odstopanje je mogoče pripisati novim oblikam naložbenih možnosti.

## 6. SKLEP

V diplomskem delu so predstavljeni razvoj, primerjava in novejša smernice pri vzajemnih skladih v ZDA, Evropi in Sloveniji. Ideja o vpisu investitorjev v družbo *Eendragt Maakt Magt* se je že leta 1774 izkazala za revolucionarno, saj so prvič v zgodovini tudi investitorji s skromnimi sredstvi z razpršitvijo naložb in znižanjem tveganja pridobili privilegij velikih kapitalistov. Z ustanovitvijo prvega vzajemnega sklada v ZDA *Massachusetts Investors Trust* leta 1924 se je začela zgodovina hitre uveljavitve vzajemnih skladov. Njihovo število se je vseskozi povečevalo: od 68 vzajemnih skladov leta 1940 do 3.079 leta 1990. Konec leta 2004 je v ZDA delovalo 8.044, v Evropi 29.307 in v Sloveniji 34 vzajemnih skladov.

Med vzajemnimi skladi v ZDA in v Evropi so velike razlike v obsegu in načinu varčevanja. V večini evropskih držav so se vzajemni skladi pojavili po letu 1960. Primerjava pokaže, da je v Evropi večje število vzajemnih skladov, kar se odraža v manjši povprečni velikosti. Obstajajo precejšnje razlike v alokaciji sredstev. Delniški vzajemni skladi so prevladujoča kategorija v ZDA, Veliki Britaniji in na Nizozemskem, medtem ko v Franciji, Italiji in Španiji prevladujejo obvezniški in skladi denarnega trga.

V Evropski uniji direktiva UCITS služi kot temelj za razvoj uspešnega evropskega sektorja vzajemnih skladov. Zakonodaja UCITS s svojim potnim listom za produkte, močnim poudarkom na majhnih vlagateljih, strogimi investicijskimi limiti, kapitalskimi zahtevami in zahtevami po razkritju, kakor tudi z varno hrambo premoženja in nadzorom skladov s strani depozitarja omogoča visoko raven varstva vlagateljev.

Medsebojna primerjava glede na število registriranih vzajemnih skladov, delež sredstev v BDP in obseg sredstev na prebivalca nam pokaže realnejšo sliko. Po razvitosti izstopata Francija in ZDA z več kot 7.900 registriranimi vzajemnimi skladi in 16.000 EUR sredstev na prebivalca v skladih, kar pomeni približno 61-odstotni delež sredstev v vzajemnih skladih v BDP.

Konec leta 2004 je bilo v Sloveniji 435 EUR sredstev v vzajemnih skladih na prebivalca, kar nas uvršča pred tranzicijske države, vendar še vedno zaostajamo za Portugalsko in ostalimi razvitimi državami. Na drugi strani pa s 3,5-odstotnim deležem v BDP in po številu vzajemnih skladov na predzadnjem mestu prehitimo le Romunijo.

Vzajemni skladi so tako v Sloveniji še zelo nerazvita oblika varčevanja med prebivalci. Iz vzrokov za rast sredstev v vzajemnih skladih drugod po svetu je mogoče izluščiti glavne dejavnike, ki pozitivno vplivajo na razvoj, in predvideti glavne ovire pri tem.

Pravna regulativa z učinkovitim sodnim sistemom pomeni večji sektor vzajemnih skladov. Na tem področju je bil s sprejetjem ZISDU-1 narejen velik korak naprej. Prelivanje uspešnosti iz vzajemnega sklada na družbo za upravljanje ustvarja pozitivne eksternalije signaliziranja in

stimulira nadaljnjo odpiranje novih vzajemnih skladov v novih kategorijah. Tako smo v preteklem letu v Sloveniji dobili prve vzajemne sklade denarnega trga, sklad skladov, etični sklad, sektorske sklade, geografsko usmerjene sklade, itd.

Nerazvitost, nelikvidnost in visoki transakcijski stroški pri nakupu vrednostnih papirjev so dejavniki, ki pozitivno vplivajo na rast sredstev v vzajemnih skladih. Glavna substituta pri varčevanju v vzajemnih skladih sta varčevanje v bančnih vlogah in naložbe v pokojninske sklade. Na manjši obseg varčevanja lahko vpliva tudi neugodna davčna zakonodaja. Podobno imajo negativen vpliv tudi visoki ustanovitveni stroški glede na povprečno velikost vzajemnega sklada.

Z večjim številom vzajemnih skladov in njihovih družb za upravljanje bo potrebno nameniti več pozornosti tistim vprašanjem, ki so aktualna tudi drugje po svetu: korporacijsko upravljanje, ustrezna kadrovska in organizacijska struktura, aktivno glasovanje na skupščinah delničarjev in razkritje načina glasovanja.

Glavni faktor rasti sredstev v vzajemnih skladih v Evropi in Sloveniji pa bodo spremembe v demografski strukturi, nujna reforma pokojninskega sistema in višja donosnost vzajemnih skladov v primerjavi z nekaterimi do sedaj bolj prevladujočimi oblikami finančnih naložb.

## LITERATURA

1. Baumol William J. et al.: The Economics of Mutual Fund Markets: Competition Versus Regulation. New York : Kluwer Academic Publishers. 1993. 236 str.
2. Bogle John C.: Common Sense on Mutual Funds – New Imperatives for the Intelligent Investor. New York : John Wiley&Sons, 1999. 468 str.
3. Brown Stephen J., Goetzmann William N., Ibbotson Roger G.: Offshore Hedge Funds: Survival & Performance 1989 – 1995. Yale School of Management Working Paper No. F-52B. 37 str.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2307](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2307)], januar 1998.
4. Deepthi Fernando et al.: The Global Growth of Mutual Funds. World Bank Policy Research Working Paper 3055. 37 str.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=636417](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636417)], maj 2003.
5. Elton Edwin J. et al.: Spiders: Where are the Bugs?. New York : Stern School of Business. 26 str.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID307136\\_code020430670.pdf?abstractid=307136&mirid=3](http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID307136_code020430670.pdf?abstractid=307136&mirid=3)], maj 2000.
6. Epstein Lita: Reading Financial Reports for Dummies. Indianapolis : Wiley Publishing, Inc., 2005. 362 str.
7. Erjavšek Bojan: Medgeneracijski konflikt ali sožitje generacij?. Mozaik (interni časopis NLB), december 2004, str. 22-23.
8. Geert Rouwenhorst K.: The Origins of Mutual Funds. Yale ICF Working Paper No. 01-48. 18 str.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=636146](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146)], 12. 12. 2004.
9. Gitman Lawrence J., Joehnk Michael D.: Fundamentals of Investing. Seventh Edition. New York : HarperCollins Publishers Inc., 1998. 737 str.
10. Global Asset Management Industry Outlook-2005 Top 10 Issues. Deloitte. 17 str.  
[URL: [http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/dtt\\_financialservices\\_topten2005-assetmanagement\\_020205\(1\).pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/dtt_financialservices_topten2005-assetmanagement_020205(1).pdf)], 16. 06. 2005.
11. Groznik Peter: Želja po uravnoteženi kapitalski sestavi, Finance, Ljubljana, 2003, 15. 9. 2003. str. 23.
12. Gudej Ilan, Papastaikoudi Jannette: Can Mutual Fund Families Affect the Performance of Their Funds?. MIT-Sloan School of Management, 44 str.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID467282\\_code354562.pdf?abstractid=467282&mirid=3](http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID467282_code354562.pdf?abstractid=467282&mirid=3)], oktober 2003.
13. Jesenek Mateja: Vodnik za preračunljivo investiranje – vse o investiranju v vrednostne papirje. Velenje : Pozoj, 2003. 160 str.



14. Khorana Ajay, Servaes Henri: Conflicts of Interest and Competition in the Mutual Fund Industry. 42 str.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=467282](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=467282)], julij 2004.
15. Khorana Ajay, Servaes Henri, Tufano Peter: Explaining the size of mutual fund industry around the world. EFA 2003 Annual Conference Paper No. 804. 52 str.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=573503](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=573503)], januar 2004.
16. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2001. 542 str.
17. Looking for trouble. The Economist, London, 376(2005), 8433, str. 71-72.
18. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. 2., razširjena izd. Maribor : Kapital, 2005. 143 str.
19. Lynch Peter, John Rothchild: Naučite se zaslužiti: začetnikov vodič po osnovah vlaganja in poslovanja, Ljubljana : Lisac & Lisac, 2002. 245 str.
20. Mahoney Paul G.: Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds. University of Virginia School of Law. 39 str.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=521422](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=521422)], marec 2003.
21. Massa Massimo: Why So Many Mutual Funds? Mutual Fund Families. Market Segmentation and Financial Performance. Insead. 36 str.  
[URL: <http://ssrn.com/abstract=239851>], september 2000.
22. Merriman Paul A.: Lessons to Learn From Mutual Fund History  
[URL: <http://www.fundadvice.com/FEhtml/InvestinBasic/9904.html>], 4. 4. 2005.
23. Mramor Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
24. Mutual Fund Fact Book 2004: A guide to trends and statistics in the mutual fund history. 44<sup>th</sup> Edition. Washington, DC : Investment Company Institute. 184 str.  
[URL: [http://www.ici.org/stats/mf/2004\\_factbook.pdf](http://www.ici.org/stats/mf/2004_factbook.pdf)], marec 2004.
25. Otten Roger, Bams Dennis: European mutual fund performance. Maastricht University. 24 str.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=213808](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213808)], september 2000.
26. Otten Roger, Schweitzer Mark: A Comparison Between the European and the U.S. Mutual Fund Industry. Limburg Institute of Financial Economics. Maastricht University. 38 str.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=164108](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=164108)], december 1998.
27. Pirtovšek Matej, Devjak Srečko: Povpraševanje po enotah premoženja vzajemnih skladov v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004a), 9, str. 16-22.
28. Pirtovšek Matej, Devjak Srečko: Neto denarni tok v vzajemne sklade. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004b), 10, str. 37-42.
29. Plantan Uroš: Offshore finančna središča – vzrok za razpoke na fiskalni fasadi?. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 4, str. 18-22.

30. Povalej Dušan: Prodajne poti v trženju vzajemnih skladov v Evropi. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 12, str. 36-40.
31. Povalej Dušan: Prodajne poti v trženju vzajemnih skladov v ZDA. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 5, str. 28-31.
32. Prusnik Matjaž: Dohodninska obdavčitev dobičkov iz kapitala, obresti in dohodkov vzajemnih skladov. IKS, Ljubljana, 2005, 6, str. 9-24.
33. Ribnikar Ivan, Košak Marko: Finančni sektorji tranzicijskih držav-pregled. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7-8, str. 125-133.
34. Rose Andrew K., Spiegel Mark M.: Offshore Financial Centers: Parasites or Symbionts?. Federal Reserve Bank Of San Francisco. 39 str.  
[URL: <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2005/wp05-05bk.pdf>], maj 2005.
35. Rugg D. Donald: Mutual Funds. Third Edition. Illinois : Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
36. Simoneti Marko, Jašovič Božo: Institucionalni investitorji v Sloveniji ob priključitvi EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2005), 5, str. 89-99.
37. Simoneti Mako, Erker Igor, Lukovac Jovan: Institucionalni investitorji v Sloveniji, Bančni Vestnik, 52(2003) 7-8, str. 113-123.
38. Sindell Kathleen: Investing Online for Dummies. 5th Edition. New York : Wiley Publishing Inc., 2005. 390 str.
39. Zitzewitz Eric: How Widespread is Late Trading in Mutual Funds?. Stanford Graduate School of Business.  
[URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=456360](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=456360)], november 2004.
40. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna : Dej, 1999. 419 str.

## **VIRI**

1. 2005 Investment Company Fact Book, Investment Company Institute. str. 145  
[URL: [http://www.ici.org/stats/mf/2005\\_factbook.pdf](http://www.ici.org/stats/mf/2005_factbook.pdf)], april 2005.
2. Arhiv deviznih tečajev. Banka Slovenije.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/financni\\_podatki/arhiv/](http://www.bsi.si/html/financni_podatki/arhiv/)], 15.9.2005.
3. Behind the Curtain – How the 10 Largest Mutual Fund Families Voted When Presented with 12 Opportunities To Curb CEO Pay Abuse in 2004. AFL-CIO Office of Investment. 34 str.  
[URL: <http://www.aflcio.org/corporatewatch/paywatch/upload/BehindtheCurtain.pdf>]  
10. 6. 2005.
4. CIA Fact Book 2005  
[URL: <http://www.cia.gov>], 15.9.2005.

5. Council Directive of 20 December 1985 (85/611/EEC)  
[URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1985/L/01985L0611-19880420-en.pdf>], 15.9.2005.
6. Data digest 2005. London. FERI-FMI. 40 str.
7. Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds – Background paper. Brussels. Commission of the European Communities.  
[URL: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/ucits/greenpaper-background\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/greenpaper-background_en.pdf)], 15. 11. 2005.
8. Gotzemann William N. : Zgodovina vzajemnih skladov (predavanje).  
[URL: <ftp://viking.som.yale.edu/will/research.papers/fundhist.pdf>], 25.5.1990.
9. ISM-1 obrazci na dan 30. 6. 2005. Spletni portal Združenja družb za upravljanje.  
[URL: <http://www.zdu-giz.si/docs//ism1-200506b.xls>], 20.9.2005.
10. Mansfeld Wolfgang: The Future of the European Investment Management Industry (predavanje).  
[URL: <http://www.sfa.ch/download.php?id=348>], 30. 06. 2004.
11. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev 2004. ATVP.  
[URL: <http://www.atvp.si/porocila%202004/Porocilo%20o%20stanju%20na%20trgu%20vp%20v%20letu%202004.pdf>], 15.9.2005.
12. Poročilo o finančni stabilnosti za leto 2003. Banka Slovenije.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/publikacije/por\\_fin\\_stab/POS\\_SLO\\_2003.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/por_fin_stab/POS_SLO_2003.pdf)], 15.9.2005.
13. Poročilo o finančni stabilnosti. Banka Slovenije.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/publikacije/por\\_fin\\_stab/POS\\_junij\\_2005.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/por_fin_stab/POS_junij_2005.pdf)], junij 2005.
14. Practical Issues Arising from the Euro. Bank of England. 115 str.  
[URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/practicalissues/eu9912ch2.pdf>], december 1999.
15. Profile of Mutual Fund Shareholders, Investment Company Institute Research Series.  
[URL: [http://www.ici.org/stats/res/rpt\\_profile04.pdf](http://www.ici.org/stats/res/rpt_profile04.pdf)], jesen 2004.
16. Queen Data 2005 : Spletni portal EUROSTAT.  
[URL: [http://epp.eurostat.cec.eu.int/portal/page?\\_pageid=1996,39140985&\\_dad=portal](http://epp.eurostat.cec.eu.int/portal/page?_pageid=1996,39140985&_dad=portal)], 10.10.2005.
17. Splošno o vzajemnih skladih (What are Investment Funds?).  
[URL: <http://www.efama.org/05Home/20InvFondsTutorial>] 13.6.2005
18. Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade. Bruselj. Komisija evropskih skupnosti.  
[URL: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/ucits/greenpaper\\_sl.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/greenpaper_sl.pdf)], 15. 11. 2005.
19. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) (Uradni list RS, št. 6/94.
20. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS, št. 110/02, 42/04).



## Priloga 1: Pregled razvoja investicijskih in vzajemnih skladov

<i>Leto</i>	<i>Država</i>	<i>Dogodek</i>
1774	Nizozemska	<i>Abraham van Ketwich ustanovi družbo Eendragt Maakt Magt.</i>
1776	Nizozemska	<i>Konzorcij bank Utrecht ustanovi sklad Voordeelig en Voorsigtig.</i>
1781	Nizozemska	<i>Abraham van Ketwich ustanovi svoj drugi sklad Concordia Res Parve Crescunt.</i>
1822	Nizozemska	<i>Kralj William I. ustanovi investicijsko družbo Societe Generale des Pays – Bas pur Favoriser L'industrie Nationale.</i>
1823	ZDA	<i>Investicijski sklad Masechusetts Hospital Life Insurance Company.</i>
1849	Švica	<i>Poslovati začne sklad Société civile Genèveoise d'emploi de fonds.</i>
1868	Anglija	<i>Ustanovljen je Foreign and Collonial Government Trust.</i>
1889	ZDA	<i>New York Stock Trust.</i>
1893	ZDA	<i>Boston Personal Property Trust.</i>
1904	ZDA	<i>Railway Light and Securities Co.</i>
1915	ZDA	<i>American International Corporation.</i>
1923	Nemčija	<i>Zickert'sche Kapitalverein.</i>
1924	ZDA	<i>Unites States and Foreign Securities Corporation.</i>
1924	ZDA	<i>21.03. Edvard G. Leffler ustanovi Massachusetts Investors Trust – prvi investicijski sklad odprtega tipa.</i>
1924	ZDA	<i>Edgar Lawrence Smith izda knjigo Delnice kot dolgoročna naložba. V njej prepozna tehnične cikle in postavi tezo o reinvestiranju izplačanih dividend.</i>
1928	ZDA	<i>Scudder Stevens &amp; Clark v Bostonu ustanovi First Investments Consuel Corp. prvi sklad brez vstopnih provizij.</i>
1929	Nizozemska	<i>Prvi vzajemni sklad na Nizozemskem.</i>
1933	ZDA	<i>Sprejet Zakon o vrednostnih papirjih (angl. The Securities Act), sprejet leta 1933, ki je urejal registracijo in prodajo novih vrednostnih papirjev, vključno z vzajemnimi skladi.</i>
1934	Anglija	<i>Foreign Government Bond Trust je bil prvi vzajemni sklad v Angliji.</i>
1934	ZDA	<i>Sprejet je Zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji (angl. The Securities Exchange Act), ki je bil pravna podlaga za ustanovitev ameriške agencije za trg vrednostnih papirjev SEC (angl. Securities and Exchange Commission).</i>
1936	ZDA	<i>Sprejet je bil Zakon o dohodnini (angl. The Revenue Act).</i>
1938	Švica	<i>Prvi vzajemni sklad v Švici.</i>
1940	ZDA	<i>Sprejet je bil Zakon o investicijskih družbah (angl. The Investment Company Act).</i>
1947	Belgija	<i>Prvi vzajemni sklad v Belgiji.</i>
1949	Nemčija	<i>Prvi vzajemni sklad v Nemčiji.</i>
1955	ZDA	<i>Ustanovljen je prvi vzajemni sklad, ki svoje naložbe razprši mednarodno.</i>
1956	Avstrija	<i>Prvi vzajemni sklad v Avstriji.</i>
1958	Španija, Švedska	<i>Prvi vzajemni skladi v Španiji in na Švedskem.</i>
1959	Luksemburg	<i>Prvi vzajemni sklad v Luksemburgu.</i>

## Nadaljevanje Priloge 1

<i>Leto</i>	<i>Država</i>	<i>Dogodek</i>
1961	ZDA	<i>Ustanovljen je bil prvi neobdavčen vzajemni sklad.</i>
1962	Danska	<i>Ustanovljen je bil prvi vzajemni sklad na Danskem.</i>
1964	Francija	<i>Ustanovljen je bil prvi vzajemni sklad v Franciji.</i>
1967	Grčija	<i>Ustanovljen je bil prvi vzajemni sklad v Grčiji.</i>
1971	ZDA	<i>Ustanovljen je bil prvi sklad denarnega trga.</i>
1973	Irska	<i>Ustanovljen je bil prvi vzajemni sklad na Irskem.</i>
1974	ZDA	<i>Sprejeta je bila reforma pokojninske zakonodaje (angl. The Employee Retirement Income Security), ki je vpeljala individualne pokojninske račune (angl. Individual Retirement Account – IRA).</i>
1983	Italija	<i>Ustanovljen je bil prvi vzajemni sklad v Italiji.</i>
1985	EU	<i>Sprejeta direktiva (85/611/ECC) o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (angl. Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities).</i>
1986	Portugalska	<i>Ustanovljen je bil prvi vzajemni sklad na Portugalskem.</i>
1987	Finska	<i>Ustanovljen je bil prvi vzajemni sklad na Finskem.</i>
1992	Madžarska, Poljska, Slovenija, Slovaška	<i>Ustanovljeni so bili prvi vzajemni skladi na Madžarskem, Poljskem, v Sloveniji in na Slovaškem.</i>
1992	Slovenija	<i>Sprejet Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij.</i>
1993	Norveška	<i>Ustanovljen je bil prvi vzajemni sklad na Norveškem.</i>
1994	Češka, Rusija	<i>Ustanovljen je bil prvi vzajemni sklad na Češkem in v Rusiji.</i>
1994	Slovenija	<i>Sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU.</i>
1997	Hrvaška	<i>Ustanovljen je bil prvi vzajemni sklad na Hrvaškem.</i>
2001	EU	<i>Evropski svet sprejme dve novi direktivi. Prva odpravlja ovire za čezmejno trženje enot vzajemnih skladov, druga direktiva določa podrobnejša pravila družbam za upravljanje.</i>
2002	Slovenija	<i>Sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-1.</i>
2004	Slovenija	<i>Sprejet novi Zakon o dohodnini.</i>

Vir: Rouwenhorst, 2004, str. 5; Gotzeman, 1990; Lynch, Rothchild, 2002, str. 109; Mutual Fund Fact Book 2004, 2004, str. 23.

## Priloga 2: Največje družbe za upravljanje po posameznih kategorijah

Tabela 1: Največje družbe za upravljanje v kategoriji obvezniških vzajemnih skladov na dan 31. 12. 2004

<b>Rang</b>	<b>Družba za upravljanje</b>	<b>Nacionalnost</b>	<b>Sredstva (v mio. EUR)</b>
1	Sanpaolo IMI	ITA	46.255,4
2	Deutsche/DWS	NEM	43.228,5
3	Pioneer Inv/Unicredit	ITA	40.711,0
4	UBS	ŠVI	39.763,6
5	IntesaBci	ITA	35.970,3
Skupaj vse družbe za upravljanje			979.800,0

Vir: Data digest 2005, 2005, str. 20.

V Tabeli 1 so predstavljene družbe za upravljanje v kategoriji obvezniških vzajemnih skladov. Na prvih petih mestih prevladujejo italijanske družbe za upravljanje. Prvih pet družb za upravljanje obvladuje 21,0 odstotkov trga.

Tabela 2: Največje družbe za upravljanje v kategoriji delniških vzajemnih skladov na dan 31. 12. 2004

<b>Rang</b>	<b>Družba za upravljanje</b>	<b>Nacionalnost</b>	<b>Sredstva (v mio. EUR)</b>
1	Fidelity	ZDA	54.199,8
2	Deutsche/DSW	NEM	45.474,6
3	UBS	ŠVI	37.020,1
4	DEKA	NEM	29.398,3
5	JP Morgan Fleming	ZDA	27.782,1
Skupaj vse družbe za upravljanje			1.257.600,0

Vir: Data digest 2005, 2005, str. 20.

V Tabeli 2 so predstavljene družbe za upravljanje v kategoriji delniških vzajemnih skladov. *Fidelity* in *JP Morgan Fleming* sta ameriški družbi za upravljanje, ki sta si s svojimi domačimi izkušnjami pri upravljanju utrdili pot tudi na evropskem trgu. Prvih pet družb za upravljanje obvladuje 15,2 odstotkov trga.

Tabela 3: Največje družbe za upravljanje v kategoriji mešanih vzajemnih skladov na dan 31. 12. 2004

<b>Rang</b>	<b>Družba za upravljanje</b>	<b>Nacionalnost</b>	<b>Sredstva (v mio. EUR)</b>
1	UBS	ŠVI	23.667,3
2	IntesaBci	ITA	10.158,4
3	Swisscanto	ŠVI	9.885,7
4	Fortis	BEL	9.753,5
5	Sanpaolo IMI	ITA	9.546,8
Skupaj vse družbe za upravljanje			245.500,0

Vir: Data digest 2005, 2005, str. 20.

V Tabeli na strani III so predstavljene družbe za upravljanje v kategoriji mešanih vzajemnih skladov. V tej kategoriji je družba za upravljanje *UBS* nesporni zmagovalec. Prvih pet družb obvladuje 25,7 odstotkov trga.

Tabela 4: Največje družbe za upravljanje v kategoriji skladov denarnega trga na dan 31. 12. 2004

<b>Rang</b>	<b>Družba za upravljanje</b>	<b>Nacionalnost</b>	<b>Sredstva (v mio. EUR)</b>
1	Crédit Agricole	FRA	57.270,5
2	BNP Paribas	FRA	37.289,9
3	Société Générale	FRA	36.744,2
4	JP Morgan Fleming	ZDA	36.226,5
5	Deutsche/DSW	NEM	35.033,1
Skupaj vse družbe za upravljanje			751.600,0

Vir: Data digest 2005, str. 20.

V Tabeli 4 so predstavljene največje družbe za upravljanje v kategoriji skladov denarnega trga. Francoske družbe za upravljanje prevladujejo zaradi regulatornih omejitev, ki so povzročile razmah skladov denarnega trga. Prvih pet družb za upravljanje obvladuje 27,0 odstotkov trga. Na prvem mestu je prepričljivo družba za upravljanje *Crédit Agricole*.

Tabela 5: Največje družbe za upravljanje v kategoriji ostalih vzajemnih skladov na dan 31. 12. 2004

<b>Rang</b>	<b>Družba za upravljanje</b>	<b>Nacionalnost</b>	<b>Sredstva (v mio. EUR)</b>
1	KBC	BEL	24.006,3
2	Crédit Agricole	FRA	19.694,6
3	BBVA	ŠPA	18.099,9
4	Fortis	BEL	15.415,4
5	Caisse d'Epargne	FRA	13.972,6
Skupaj vse družbe za upravljanje			258.200,0

Vir: Data digest 2005, str. 20.

V Tabeli 5 so predstavljene družbe za upravljanje v kategoriji ostalih vzajemnih skladov. Tu gre predvsem za garantirane produkte. Prvih pet družb za upravljanje obvladuje 35,3 odstotkov trga.



**Priloga 3: Novi vzajemni skladi ustanovljeni v letu 2004 po kategorijah**

<i>Kategorija</i>	<i>Število novih vzajemnih skladov</i>	<i>Ocenjena vplačila v letu 2004 v mio. EUR</i>
Garantirani skladi	564	40.395,5
Mešani vzajemni skladi s fleksibilno strukturo	114	5.895,7
Sklad hedge skladov	110	4.164,0
Obvezniški – Evro območje	87	7.927,7
Sklad mešanih VS s fleksibilno strukturo	78	1.621,3
Delniški – Globalni	76	3.241,3
Specialni vzajemni skladi	73	5.432,9
Delniški – Evropa	72	2.871,3
Obvezniški – Kratkoročne obveznice	38	1.970,0
Delniški – Severna Amerika	38	1.018,1
Sklad denarnega trga – Euro območje	35	2.034,4
Sklad skladov – Konzervativni	33	909,7
Sklad izvedenih finančnih instrumentov	33	964,8
Obvezniški – Kratkoročne obveznice v EUR	32	3.033,8
Mešani – Konzervativni	31	2.644,1
Delniški – Japonska	31	1.168,3
Delniški – Euro območje	28	889,4
Obvezniški – Globalni	26	3.527,2
Sklad skladov – Dinamični	24	148,4
Nerazvrščeni vzajemni skladi	24	875,5
Obvezniški – Obveznice z gibljivo obr. mero	22	974,5
Mešani – Dinamični	22	330,8
Sklad globalnih delniških skladov	21	396,5
Sklad zamenljivih obveznic	18	1.076,1
Delniški – Pacifiško območje	18	1.050,2
<b>25 največjih kategorij</b>	<b>1648</b>	<b>94.561,6</b>
<b>Vse kategorije</b>	<b>2018</b>	<b>113.185,5</b>

Vir: Data digest 2005, 2005, str. 34.

#### Priloga 4: Terminski načrt izboljšanja direktive UCITS

<i>Tema</i>	<i>Ukrep</i>	<i>Predlagani datum</i>
Postopek pregleda UCITS	Postopek posvetovanja	<i>julij/nov. 2005</i>
	Poročilo s povratnimi informacijami v zvezi z javnim posvetovanjem	<i>feb./marec 2005</i>
<b>1. PREDNOSTNI UKREPI</b>		
Pojasnitev primerne premoženja UCITS	Sprejem izvedbene zakonodaje	<i>marec/april 2006</i>
Priporočila o izvedenih instrumentih in izvlečku prospekta	Objava dokončne ocene izvajanja države članice	<i>jesen 2005</i>
Smernice o prehodnih določbah	Vmesno poročilo o nacionalnem izvajanju	<i>jesen 2005</i>
Postopki priglasitve	Smernice za postopek priglasitve	<i>jesen 2006</i>
<b>2. DELOVANJE NA PODLAGI SEDANJEGA OKVIRA</b>		
Potni list za družbe za upravljanje	Analiza pogojev, ki so potrebni za spodbujanje učinkovitega delovanja potnega lista za družbe za upravljanje	<i>začetek leta 2006</i>
Distribucija, prodaja, promocija skladov	Ocena razmerja in analiza vrzeli v drugostopenjskih ukrepih	<i>od začetka do sredine leta 2006</i>
<b>3. DOLGOROČNI IZZIVI</b>		
Čezmejne spojitve in združevanja	Delo specializirane forumske skupine	<i>zima 2005 – poletje 2006</i>
Varstvo vlagateljev	Analiza tveganj in kontrol tveganj v evropskem sektorju investicijskih skladov; priprava in objava študij Komisije	
Alternativne naložbe	Delo specializirane forumske skupine	<i>zima 2005 – poletje 2006</i>

Vir: Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade, 2005, str. 11-12.