

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
INVESTICIJSKI SKLADI IN DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE V SLOVENIJI
TER NOVA ZAKONODAJA

Ljubljana, oktober 2001

ALEKSANDRA BOHORČ

IZJAVA

Študentka Aleksandra Bohorč izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Zdenka Prohaske in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 10. 10. 2001.

Podpis:

KAZALO

UVOD.....	1
1. TRG KAPITALA.....	2
1.2. FINANČNE INSTITUCIJE	2
1.3. PRIHODNJE FUNKCIJE TRGA KAPITALA V SLOVENIJI.....	3
1.3.1. Pomen vstopa Slovenije v Evropsko unijo.....	4
1.3.2. Stanje na slovenskem trgu vrednostnih papirjev.....	5
1.4. ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE	6
2. INVESTICIJSKI SKLADI V SLOVENIJI	7
2.1. POMEN INVESTICIJSKIH SKLADOV	7
2.2. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	7
2.3. VZAJEMNI SKLADI	9
2.4. OCENA STANJA VZAJEMNIH SKLADOV.....	11
2.4.1. Alokacija sredstev med različne naložbene oblike.....	17
2.5. INVESTICIJSKE DRUŽBE.....	20
2.6. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE.....	21
2.6.1. Ocena pooblaščenih investicijskih družb (PID)	22
3. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE V SLOVENIJI	24
3.1. DONOSNOST DRUŽB ZA UPRAVLJANJE.....	25
3.2. PRIČAKOVANI RAZVOJ DRUŽB ZA UPRAVLJANJE.....	29
4. ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU).....	30
4.1. VSEBINA STAREGA ZAKONA ZISDU.....	30
4.2. NOVI ZISDU PRED PRVO PARLAMENTARNO OBRAVNAVO IN PO NJEJ.....	31
4.2.1. Nove ambicije družb za upravljanje.....	32
4.2.2. Osnovni kapital družb za upravljanje	33
4.2.3. Posli s tujino in nadzor.....	33
4.2.4. Skrbniška banka in nadzor.....	33
4.2.5. Obračunsko obdobje in izračuni.....	34
4.2.6. Omejitve naložb.....	35
4.2.7. Izpostavljenost posamezni osebi	36
4.2.8. Odkup lastnih delnic.....	36
4.2.9. Stroški in provizije.....	37
4.2.10. Uprava.....	37
4.2.11. Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb	37
4.2.12. Uskladitveni roki in kazni.....	39
4.2.13. Pripombe pri sprejemanju zakona	40
SKLEP	41
LITERATURA	42
VIRI	42
PRILOGE	

UVOD

Globalizacija v svetu ima pomemben vpliv na slovenske razmere. Širitvi Evropske unije smo priča že nekaj let, vse bližje pa je trenutek, ko bo njen del postala tudi Slovenija. Prednosti so vidne že zdaj, konkurenčni položaj pa si mora Slovenija pridobiti še pred tem pomembnim dogodkom. Izpolnitev kriterijev ne bo lahka, a razmere v gospodarstvu in financah kažejo, da je država na dobri poti.

Eno pomembnih področij, ki naj bi prispevalo ogromen delež, je trg kapitala in finančne institucije na njem, ki že igrajo močno vlogo pri zbiranju prihrankov prebivalstva in njihovi alokaciji v ustrezne oblike investicij ter s tem v gospodarski razvoj. V zadnjih letih so vse pomembnejše družbe za upravljanje oziroma njihovi investicijski skladi, ki jih upravljajo. Prednjačijo predvsem vzajemni skladi, saj predstavljajo alternativno obliko varčevanja, ki naj bi bila v primerjavi z bančnimi vlogami donosnejša. V svetu so že med glavnimi oblikami varčevanja.

Za razvoj vzajemnih skladov je pomembna državna regulativa. Dosedanja zakonodaja na tem področju ni zadovoljiva. Sprejeta je bila v med lastninjenjem in je pomanjkljiva. Zato se pripravlja nov zakon s tega področja, to je zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki naj bi bil sprejet že do konca letošnjega leta. Nova regulativa naj bi bila razvoju finančnega trga in posrednikom na njem precej bolj naklonjena kot prejšnja. Nova ureditev naj bi bila v celoti usklajena z Direktivo o investicijskih skladih, ki jo poznajo države članice Evropske unije, tak način pa naj bi omogočil nadaljnji razvoj investicijskih skladov. Nov zakon prinaša ogromno novosti in izboljšav, same družbe za upravljanje in s tem njihovi skladi pa bodo z novimi funkcijami postali konkurenčnejši.

V diplomskem delu želim prikazati trenutno stanje in dosedanji kratek razvoj investicijskih skladov ter družb za upravljanje in poudariti njihovo pomembnost za slovenski gospodarski razvoj. Delovanje družb za upravljanje in investicijskih skladov pomeni pomemben makroekonomski interes vsake države, zato želim odgovoriti na vprašanja, ki se nanašajo na uvedbo novega zakona. Prikazati želim tudi razvoj omenjenih finančnih posrednikov, ki sledi z uvedbo nove regulative, in novosti, ki jih prinaša. Poseben poudarek želim dati vzajemnim skladom, ki bodo v prihodnosti postali vse pomembnejši.

V prvem poglavju bom predstavila delitev trga kapitala v Sloveniji in pomen finančnih posrednikov ter izpostavila investicijske sklade in prihajajoči zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. V drugem poglavju bom podrobneje predstavila investicijske sklade, njihovo zgodovino na slovenskem trgu, njihovo trenutno oceno stanja na trgu kapitala in kratko primerjavo s skladi in gibanji v tujini. Posebno poglavje bom namenila družbam za upravljanje, ki upravljajo investicijske sklade in od katerih so odvisni donosi in delovanje skladov. Podala bom seveda tudi njihov razvoj in zaplete ter pričakovani razvoj v prihodnje, njihovo trenutno stanje na trgu, funkcije in pomen v prihodnosti. Zadnje poglavje govori o že prej omenjenem težko pričakovanem zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Opisani so razlogi, zakaj ga slovenske razmere potrebujejo, in osnovne razlike v primerjavi s starim zakonom. Dodana so seveda tudi moja razmišljanja k posameznim temam.

1. TRG KAPITALA

Na slovenskem finančnem trgu smo že nekaj let priča pomembnim spremembam, ki vplivajo na potrošnjo in varčevanje ter alokacijo prihrankov oseb v različne naložbene oblike. Čeprav je stopnja razvitosti finančnega trga v Sloveniji še vedno manjša od drugih razvitih ekonomij, se počasi izboljšuje, na kar nas opozarjajo vedno večje vsote prihrankov prebivalstva ter seveda nove oblike varčevanja, ki počasi prodirajo s tujih trgov tudi k nam.

Trg kapitala se deli na trg dolgoročnih posojil in na trg vrednostnih papirjev (Prohaska, 1999, str. 11). Pri trgu dolgoročnih posojil gre za dolgoročna posojila (za več kot eno leto) in za trajna posojila (posojilodajalec postane lastnik podjetja). Pri tem gre za bilateralne kreditne odnose.

Trg vrednostnih papirjev lahko razdelimo na primarni in sekundarni trg, slednjega pa naprej na tercialni in kvartalni trg. V Sloveniji je vse pomembnejši sekundarni trg oziroma trg vrednostnih papirjev in z njim povezane oblike varčevanja. Trg vrednostnih papirjev kot del trga kapitala omogoča nastanek finančnih oblik vrednostnih papirjev, njihov prenos in likvidnost, saj lahko ponudnik in povpraševalec ob vsakem času in za določeno ceno uskladita interese z nakupom ali prodajo oblike vrednostnega papirja. Trg omogoča racionalno alokacijo prihrankov in zamenjavo likvidnih sredstev v investicijska in nasprotno.

Primarni trg vrednostnih papirjev je namenjen novoizdanim (emisijskim) vrednostnim papirjem. Ti so prvič ponujeni v prodajo, izdajatelji pa si pri izdaji pomagajo s posredništvom posebnih finančnih institucij ali bank. Na sekundarnem trgu pa se vrši preprodaja vrednostnih papirjev in tako menjava lastništva. Sekundarni trg je segmentiran na trg obveznic, trg dolgoročnih obveznic in delnic različnih skupin podjetij, trg obveznic občin in države. Tečaj (cena) vrednostnih papirjev se določa na trgu glede na ponudbo in povpraševanje po njih, v ozadju pa je pričakovana donosnost podjetij, če gre za delnice oziroma pričakovanja o tržni obrestni meri, če gre za obveznice. Institucija sekundarnega trga je borza.

O terciarnem trgu kapitala govorimo, če gre za prodajo vrednostnih papirjev podjetij, ki sicer kotirajo na borzi, prek okenc bank. To poteka v neposrednih, telefonskih ali računalniških povezavah med finančnimi posredniki in agenti.

O kvartalnem trgu govorimo, če se prodajajo vrednostni papirji institucionalnim varčevalcem (neposredni stiki med korporacijami).

1.2. FINANČNE INSTITUCIJE

Pomembno vlogo na kapitalskem trgu igrajo finančne institucije, prek katerih se vrši prenos prihrankov od celic s finančnimi presežki, tako imenovanih suficitnih gospodarskih celic, do celic s finančnim primanjkljajem, tako imenovanih deficitnih gospodarskih celic (Prohaska, 1999, str. 4).

Institucije lahko razdelimo glede na vlogo, ki jo imajo pri emisiji denarja, na denarne in nedenarne finančne institucije. Glede na institucionalni kriterij pa delimo institucije na agentske, to so v glavnem posredniki pri trgovanju z vrednostnimi papirji, brokerje in investicijske banke ter na finančne posrednike, ki jih lahko razčlenimo naprej na depozitne in

investicijske. Depozitne finančne institucije zbirajo prihranke prebivalstva v obliki vlog (depozitov). To so poslovne banke, hranilnice, kreditne zadruge, ki imajo kratkoročni pomen. Med investicijske finančne institucije, ki zbirajo prihranke na dolgoročni osnovi, pa uvrščamo pogodbene finančne institucije in investicijski sklade. Med pogodbene finančne institucije štejemo pokojninske sklade in zavarovalniške družbe, ki zbirajo prihranke na osnovi pogodbenih razmerij. Investicijski skladi zbirajo prihranke na osnovi izdanih vrednostnih papirjev in jih nalagajo predvsem v vrednostne papirje podjetij.

1.3. PRIHODNJE FUNKCIJE TRGA KAPITALA V SLOVENIJI

V poznih osemdesetih letih in prvi polovici devetdesetih je bila za pozicijo slovenskega trga kapitala zamujena velika priložnost, da bi postal pomembnejši del finančnega sistema. Njegova neizrabljena konkurenčna prednost je počasi splahnela, kar je bil predvsem rezultat bistvenih sprememb v bankah, kjer se je znižala obrestna marža ter povečalo zaupanje vanje. Izrednega pomena je bilo zmanjšanje zaupanja v trg kapitala, kar je zlasti posledica tega, da so finančni posredniki na trgu kapitala z izrazito kratkoročno naravnostjo izgubili precejšen del zaupanja ekonomskih subjektov, hkrati pa tudi izbranega načina odprave družbene lastnine.

Glede na zamujene priložnosti je za vlogo trga kapitala v slovenskem finančnem sistemu bolj malo verjetno, da bo imel vsaj v bližnji prihodnosti tako pomembno vlogo, kot jo ima v anglosaških državah. Po vključitvi slovenskega trga v Evropsko unijo (EU) bo sicer postal sestavni del evropskega trga kapitala, tako bodo odpravljeni določeni problemi, kot je na primer majhnost trga, mentaliteta in druge podobne značilnosti pa bodo stare še nekaj časa. Kot velja za vsa področja, velja tudi za naš trg kapitala, da mora do vstopa v EU postati čim bolj konkurenčen in brez značilnosti, ki niso združljive s trgom kapitala EU.

Globalizacija in trend združevanja se na slovenskem, predvsem sekundarnem trgu kapitala kažeta v razmišljanju in morebitnih povezavah trgov, še preden bo Slovenija izpolnila kriterije za vstop v EU. O združevanju in širjenju slovenskega trga predvsem na hrvaški trg se je že govorilo, a očitno je prišel čas, ko se bodo besede udejanile na marsikaterem področju. Direktor Ljubljanske borze Draško Veselinovič namreč pravi, da se o povezovanju za zdaj pogovarjajo predvsem z Zagrebško borzo, pri čemer bi mi organizirali tako imenovani intertrading, kar pomeni, da bi bili na naših zaslonih vsi hrvaški vrednostni papirji, ki kotirajo na zagrebški borzi, in nasprotno (Carić, Humar Dekleva, 2001, str. 3). Sporazum naj bi bil podpisan do konca leta, zagrebška in ljubljanska borza naj bi že prihodnjo pomlad omogočili medsebojno trgovanje.

S takšnim povezovanjem bi borzni posredniki povečali trg in naložbene možnosti ter izboljšali likvidnost trga. Vrata za takšno sodelovanje so se dokončno odprla 1. julija, ko je Banka Slovenije odpravila skrbniške račune in s tem vse omejitve glede nakupa in prodaje vrednostnih papirjev za tujce. Zanimanje za tako sodelovanje je menda pokazala tudi Budimpešta. Na Ljubljanski borzi načrtujejo tudi tesnejše povezave z borzami, ki so elektronske trgovalne sisteme postavile ob njihovi pomoči, te so v Sarajevu, Banjaluki in Skopju, kmalu pa naj bi se jim pridružila tudi Podgorica.

Slovenija se je več kot očitno lotila spremeniti stvari, ki ji onemogočajo rast in vstop v EU. To se kaže predvsem v sprejemanju novih zakonov in urejevanju razmer na gospodarskem področju.

1.3.1. Pomen vstopa Slovenije v Evropsko unijo

Slovenija se intenzivno pripravlja na vstop v Evropsko unijo. Del srednje Evrope je bila že stoletja, danes pa si marsikdo ni na jasnem, ali se ji to dejanje izplača.

Prednosti, ki jih ob priključitvi k Evropski uniji dobimo, je dovolj. Mislim, da je ena izmed velikih pridobitev sam trg, ki se znatno poveča z dosedanjega domačega na vse države EU. Sedanje ozemlje ima dva milijona prebivalcev, Unija pa nad 370 milijonov (to je več kot ZDA in Japonska skupaj).

Zaradi znatno večje konkurence v Uniji bodo morala slovenska podjetja znatno povečati storilnost, državna uprava se bo morala zelo poenostaviti, sodstvo pa se bo moralo prilagoditi zahodnoevropskim normam. Višanje storilnosti bo povzročilo zvišanje življenjskega standarda in pravno varnost.

Hujša konkurenca pomeni tudi propad nekaterih podjetij, a za brezposelnost ne bo bojzani, saj bodo podjetja, ki bodo preživela ta skok, potrebovala veliko nove delovne sile. Zaradi večjega trga bodo namreč morala povečati svoje razvojne, prodajne in proizvodne zmogljivosti. V novih razmerah bodo slovenska podjetja prešla na proizvode višjih tehnoloških razredov, ki bodo omogočali večji dobiček in višjo dodano vrednost. Podjetja višjega kakovostnega razreda so dražja, zato bodo morale zrasti tudi njihove delnice. Ker je danes skoraj vsak Slovenec tudi delničar, mu Evropa obeta večje premoženje.

Evropska družba bo povzročila povečanje podjetniške kulture, poslovne zanesljivosti in poštenosti, česar nam sedaj, ko še nekako spadamo pod Balkan, manjka in kar zelo pogrešamo.

Za zgoraj naštetá dejstva obstajajo dokazi in ni razloga, da ne bi za Slovenijo veljala tudi v prihodnje. Najbolj nazorno in preprosto lahko pokažemo napredek držav, ki so že vstopile v Evropsko unijo z borznimi tečaji delnic oziroma z borznimi indeksi. Delniški indeks je kazalec razmer v gospodarstvu oziroma pričakovanj v prihodnosti. Uspešnost gospodarstva pa določa stopnjo blaginje tako družbe kot posameznika. Če gospodarstvo cveti, se pravi, če vlada konjunktura, so delnice drage, borzni indeksi visoki, ljudje dobro zaslužijo, brezposelnost se manjša. Seveda velja tudi nasprotno, med recesijo se plače ne višajo, brezposelnost se večá, država dobi manj davkov in borzni indeksi upadajo.

Če pogledamo borzne razmere držav, kot so Danska, ki je v Evropsko unijo vstopila leta 1973, Avstrija, Švedska in Finska, ki so vstopile leta 1995, in jih lahko po velikosti še najbolj primerjamo s Slovenijo, ugotovimo silovit skok borzних indeksov že v prvem letu pristopa. S precejšnjo gotovostjo smemo pričakovati ponovitev uspeha tudi ob vstopu Slovenije v Evropsko unijo. Seveda bo nujno, da bo oblast spremljala in inteligentno vodila zgodovinsko pomembno preobrazbo ter s socialnimi ukrepi omogočila, da bodo imeli od nje korist vsi. Tako čaka naše gospodarstvo in naše politike še mnogo dela in veliko volje, dejanj pa so

seveda že lotili, kar se kaže v mnogih že sprejetih novih zakonih in zakonih, ki še čakajo na obravnave (Čanžek, 2001, str. 3).

S študijo, ki jo je naredil Dunajski inštitut za mednarodne ekonomske raziskave po naročilu avstrijskega ministrstva, je bilo ugotovljeno, da bodo s širitvijo pridobile tudi stare članice, ki sestavljajo petnajsterico, čeprav precej manj kot bodoče članice, ki bodo menda v prihodnjih desetih letih dosegle krepki porast bruto domačega produkta (BDP). Madžarska in Poljska 8- do 10-odstotni porast, Slovenija, Češka in Madžarska pa od 4- do 6-odstotni porast. Avstrija si menda lahko obeta le 0,75-odstotno rast, vzrok naj bi bil v izkoriščenosti razvijajočega se vzhodnoevropskega trga (Gospodarske novice, 2001). Po izračunih inštituta bodo med državami članicami s širitvijo največ pridobile tiste, ki jih s kandidatkami povezujejo kulturne, geografske in zgodovinske vezi, se pravi Nemčija, Avstrija in Italija.

1.3.2. Stanje na slovenskem trgu vrednostnih papirjev

Institucionalno okolje trga vrednostnih papirjev se intenzivno prilagaja mednarodnim standardom. Leta 1999 so bili sprejeti novi zakoni, kot so Zakon o deviznem poslovanju, Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, Zakon o trgu vrednostnih papirjev, v letu 2000 sta Ministrstvo za finance in Banka Slovenije izdala tudi več podzakonskih predpisov, ki podrobneje urejajo posamezna področja. V letu 2001 smo dočakali dolgo načrtovani predlog Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.

Pokojninska reforma je uvedla naložbeni steber pokojninskega zavarovanja, ki bo imel v prihodnje pomemben vpliv na trg kapitala, predvsem kot dodatno povpraševanje. V letu 2000 so se začele predvsem priprave na uvedbo in ponudbo tega finančnega izdelka na slovenski trg, prve učinke pritoka novih sredstev na trg pa lahko pričakujemo v naslednjih letih.

Trenutno stanje je v znamenju zahtev novih predpisov tudi za udeležence trga vrednostnih papirjev: borznoposredniške družbe, banke, borzo in klirinško-depotno družbo. Novi predpisi, predvsem določbe o obvladovanju tveganj, namreč zahtevajo organizacijske in tehnične prilagoditve.

Na dogajanje na trgu vrednostnih papirjev in zunaj njega so vplivale tudi dejavnosti, povezane s prevzemi in združevanji. Trend števila prevzemov podjetij se nadaljuje. Nedavno smo bili priča pomembnemu nakupu Uniona, ki ga je opravilo Laško, v tem ogromnem kompleksu pa sta seveda združena tudi Radenska, ki jo je pred tem prevzel Laško, in Fructal, ki ga je prevzel Union.

Promet na organiziranem trgu je v letu 2000 za 1,5 odstotka presegel promet v letu 1999 in je za Ljubljansko borzo rekorden. Skupna vrednost prometa je leta 2000 znašala 269,6 milijarde SIT, v letošnjem letu pa se zaradi prevzemov pričakuje še večja vsota.

Omeniti je treba borzno posredniško hišo Ilirika, d. d., ki je prva in doslej tudi edina, ki je dobila dovoljenje agencije za opravljanje storitev na hrvaškem trgu, kjer je ustanovila borzno hišo Ilirika Vrijednostni papiri, d. o. o. Zagreb, ki ima kot polnopravna članica Zagrebške in Varaždinske borze dovoljenje za vse posle, ki jih lahko opravlja borznoposredniška hiša. Aktivnosti se širijo tudi na republike bivše Jugoslavije, kjer je privatizacija šele v začetnih fazah. Odpirajo se pomembni trgi za širitev slovenskih podjetij.

Tabela 1: Osnovni podatki o organiziranem trgu

	31. 12. 1995	31. 12. 1996	31. 12. 1997	31. 12. 1998	31. 12. 1999	31. 12. 2000
Tržna kapitalizacija (mrd SIT)	110	178	399	628	795	967
Delež tržne kapitalizacije v BDP (%)	5,0	6,9	13,7	19,3	21,9	23,7***
Tržna kapitalizacija PID (mrd SIT)	0	0	0	82	125	172
SBI20 (SBI)	1.448	1.183	1.405	1.706	1.806	1.808
Število vrednostnih papirjev	49	82	129	173	237	266
Delnice	27	52	85	122	180	197
od tega delnice PID	0	0	0	30	46	43
Obveznice	22	30	44	51	56	68
Pokojninski bon	0	0	0	0	1	1
Promet (mrd SIT)*	88	87	108	173	266	270
Delež prometa v BDP (%)	4,0	3,4	3,7	5,3	7,3	6,6***
Tržnost delnic**	1,12	0,54	0,28	0,28	0,30	0,21
Tržnost obveznic	0,33	0,25	0,14	0,15	0,16	0,22
Tržnost delnic PID				0,12	0,43	0,37

Opombe: * Promet od 01. 01. do 31. 12. vsakega posameznega leta

** Pri tržnosti delnic v prometu in kapitalizaciji niso upoštevane delnice PID

*** Ocena BDP za leto 2000 (4.074 mrd SIT), vir: Urad za makroekonomske analize in razvoj (Ekonomsko ogledalo)

Vir: Letno poročilo, Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001, str. 80.

V letu 2000 je postajal vse pomembnejši promet z obveznicami (20,9 %) in z delnicami pooblaščenih investicijskih družb (23,3 %). Druga značilnost je bilo povečanje prometa s svežnji v skupnem prometu z 49,1 odstotka v letu 1999 na 57,7 odstotka v letu 2000.

Tržna kapitalizacija vseh vrednostnih papirjev, brez delnic pooblaščenih investicijskih družb, je v letu 2000 presegla tržno kapitalizacijo v letu 1999 za 21,7 odstotka, kar je predvsem posledica uvrstitve novih vrednostnih papirjev na Ljubljansko borzo.

Odpiranje in prilaganje slovenskega trga tujim razmeram se kaže tudi v znižanju stroškov Banke Slovenije za skrbniško banko oziroma za nerezidente, ki bi portfeljsko naložbo prodali prej kot v enem letu. Objavila je tudi časovni okvir liberalizacije kapitalskih tokov s tujino in z njim skrajšala rok omejitev tujih portfeljskih naložb. Pomembna novost v letošnjem letu se kaže v popolni odpravi nekaterih omejitev Banke Slovenije za tuje rezidente.

1.4. ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE

Glede na pomen večanja prihrankov v Sloveniji in povečevanja pomena institucij, ki omogočajo prenos prihrankov, so v zadnjem desetletju investicijski skladi postali izjemno pomembni, njihov pomen pa se še veča in se še bo, saj se mora slovenski trg kapitala zaradi prihajajoče združitve z EU prilagoditi in se počasi poistovetiti z načeli tega področja.

Za zdaj še veljavni Zakon o investicijskih družbah in družbah za upravljanje izraža ogromno pomanjkljivosti, poleg tega je za razvoj investicijskih skladov v Sloveniji potrebnih nekaj uskladiitev, če hočemo na tem področju postati konkurenčni ob vstopu v EU. Datum vstopa se bliža in ni več vprašanje, ali bo ta dan prišel. V skladu z navedenimi dejstvi je vlada Republike Slovenije na 22. seji 19. 04. 2001 določila besedilo Predloga novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Razlog za sprejem zakona in hkrati cilj predloga zakona je sistematsko zaokroženo urediti področje delovanja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov v RS tako, da bi bila ureditev v celoti usklajena z Direktivo o investicijskih skladih in bi tudi sicer čim bolj upoštevala ureditev, ki jo poznajo države članice EU, ter tako omogočila nadaljnji razvoj investicijskih skladov.

2. INVESTICIJSKI SKLADI V SLOVENIJI

2.1. POMEN INVESTICIJSKIH SKLADOV

Na sodobnih finančnih trgih so investicijski skladi pomembni udeleženci. Pred drugimi oblikami vlaganja in varčevanja ponujajo številne prednosti, kot so diverzifikacija premoženja in s tem povezano manjše tveganje, upravljanje vodijo strokovnjaki, likvidnost sredstev, nižji stroški, široka paleta storitev, nad njihovim poslovanjem pa bdijo zakoni in vsakodnevni nadzor Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP). Zaradi vseh prednosti se vedno več varčevalcev odloča za delež v investicijskem skladu kot obliko naložbe.

V razvitem svetu so investicijski skladi izjemno hitro naraščajoča dejavnost. V Združenih državah Amerike skladi upravljajo približno 16 milijard dolarjev, v Evropi pa približno 4 milijarde dolarjev premoženja. Po napovedih naj bi že v prihodnjih nekaj letih presegli obseg depozitov prebivalstva v komercialnih bankah, kar je mogoče, glede na to, da bodo po novem zakonu, ki prihaja, v Sloveniji lahko poslovali tudi tuji skladi. Tako se bo verjetno povečalo povpraševanje tudi za domače sklade, ki bodo lahko z večjimi vsotami vlagali tudi v tujino. To pomeni še večjo razpršenost v premoženju, večje donosnosti, saj so stranke trenutno zelo pesimistično razpoložene glede vložkov na našo borzo.

Različni skladi imajo različno investicijsko politiko. Zaradi prilagajanja potrebam in željam investitorjem se je v obdobju od ustanovitve prvega investicijskega sklada do danes razvila vrsta najrazličnejših investicijskih skladov, ki ustrezajo različnim investitorjem.

2.2. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Začetki investicijskih skladov v Sloveniji segajo v leto 1992, ko so bili pri posameznih borznih hišah ustanovljeni prvi vzajemni skladi, precej podobni skladom, ki jih poznamo v svetu. Prvi so se prvi pojavili že leta 1928, to je bil eden najbolj znanih vzajemnih skladov v svetu, Pioneer Fund, ki je celo preživel krizo v letih 1929-1933. Leta 1954 je uspešno krenil na svojo pot tudi Templeton Growth Fund.

Večji vzpon in pravno regulativo, podobno drugim sosednjim državam Evrope, je dejavnost v Sloveniji dosegla šele z začetkom privatizacije. Investicijski skladi so bili prvič uzakonjeni z

Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij v novembru 1992. Pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter način njihovega poslovanja je uredil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je pričel veljati januarja 1994 in s katerim so poskušali spodbuditi nadaljnji razvoj trga kapitala in preurediti slovenski finančni sistem, predvsem v smeri večanja prihrankov ter njihovega uspešnega nalaganja v različne oblike investicij.

Osnovna delitev investicijskih skladov, če izhajamo iz njihove bilance stanja, je delitev glede na postavke na pasivni strani bilance, torej na **vzajemne sklade**, kjer ločimo sklade s provizijo in brez nje, ter **investicijske družbe**, se pravi odprte in zaprte sklade. Najpomembnejša razlika med njima je v likvidnosti oziroma možnosti unovčitve deležev. Medtem ko lahko vlagatelj unovči delnice investicijske družbe s prodajo na sekundarnem trgu kapitala, se deleže vzajemnega sklada, s katerimi se na borzi ne trguje, lahko proda imetniku kupona vzajemnega sklada. Oblika zaprtega sklada je prav zato manj pogosta.

Če pogledamo aktivno stran bilance stanja, se skladi med seboj razlikujejo glede na pogostnost sprememb njihovega premoženja (Mramor, 2000, str. 89¹⁹³):

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

Skladi dosegajo prihodke na dva načina, z izplačili iz naslova posedovanih vrednostnih papirjev ter s kapitalskimi dobički zaradi porasta vrednosti premoženja na trgu. Skladi se prilagajajo investitorjem, tako poznamo:

- sklad maksimalnega kapitalskega dobička,
- sklad rasti,
- sklad dohodka,
- sklad rasti in dohodka,
- sklad ravnotežja,
- sklad brez obdavčenj.

V svojem premoženju imajo lahko skladi različne vrednostne papirje, in glede na to ločimo:

- sklade delnic: splošne sklade delnic (skladi agresivne rasti, malih podjetij, rasti, rasti in dobička, lastniško-dobičkovni) in druge delniško orientirane sklade (mešani, specializirani, sektorski, borzni indeksni, mednarodni),
- sklade obveznic,
- mešane sklade,
- sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev,
- sklade nepremičnin.

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je opredelil obe temeljni obliki investicijskih skladov, ki sta poznani tudi v svetu:

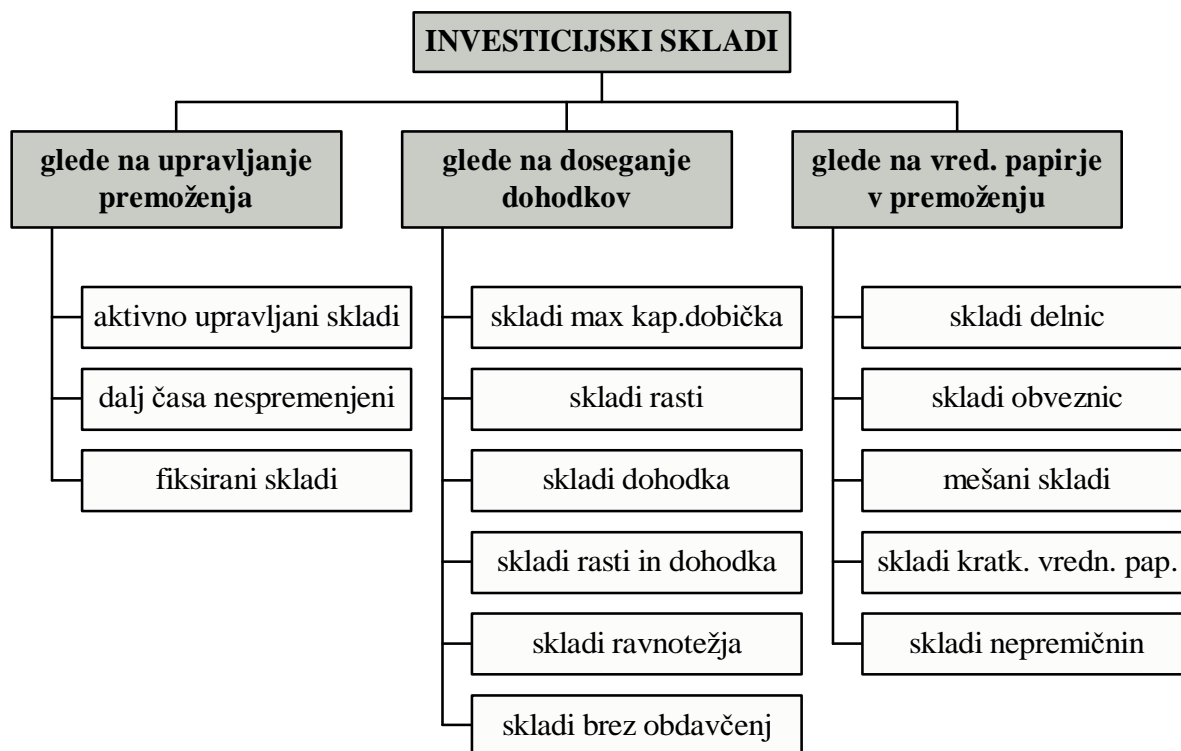
- vzajemne sklade, ki so odprti in niso pravne osebe, in
- investicijske družbe, ki so zaprti skladi in so pravne osebe.

Slika 1: Delitev investicijskih skladov glede na pasivno stran bilance stanja



Vir: Mramor, 2000, str. 89-93.

Slika 2: Delitev investicijskih skladov glede na aktivno stran bilance stanja



Vir: Mramor, 2000, str. 89-93.

2.3. VZAJEMNI SKLADI

Vzajemni sklad je premoženje, oblikovano na osnovi prihrankov prebivalstva. Ločeno je od premoženja družbe za upravljanje, ki upravlja sklad, in je v lasti vlagateljev. Vzajemni sklad ni pravna oseba, oblikuje in upravlja se izključno v korist vlagateljev oziroma imetnikov investicijskih kuponov.

Premoženje vzajemnega sklada sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje. Razdeljeno je na enake enote, točke vzajemnega sklada. Vrednost enote premoženja se

izračunava vsakodnevno, in sicer tako, da se skupna čista vrednost sklada deli s številom enot vzajemnega sklada v obtoku. Ta vrednost je vsak dan v vpogled v dnevnem časopisju, kot so Delo, Dnevnik, Finance in na internetu (glej prilogo 1).

Fizična ali pravna oseba postane lastnik sorazmernega dela premoženja vzajemnega sklada z vplačilom investicijskega kupona, torej dobi stranka za vložek, ki ga vplača, investicijski kupon. Investicijski kupon je vrednostni papir, katerega izdajatelj je družba za upravljanje. Pravice, ki izhajajo iz njega, so (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 1994):

- pravica do izplačila sorazmernega dela čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada,
- pravica do izplačila sorazmernega dela vrednosti sredstev vzajemnega sklada v primer likvidacije tega, in
- pravica do izplačila vrednosti investicijskega kupona na zahtevo imetnika kupona.

Investicijski kupon se glasi na ime in ni prenosljiv. Vplača se le v denarju in v celoti. Z dnem izplačila vrednosti investicijskega kupona prenehajo pravice imetnika kupona, ki iz kupona izvirajo.

Vzajemni sklad lahko oblikuje samo družba za upravljanje, a mora prej pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Oblikovanje vzajemnega sklada poteka po naslednjih fazah:

- sprejem pravil upravljanja vzajemnega sklada,
- pridobitev dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev,
- vpisovanje in vplačilo ter izdaja investicijskih kuponov,
- investiranje z vplačili investicijskih kuponov pridobljenih denarnih sredstev v vrednostne papirje,
- morebitna izplačila za odkupljene investicijske kupone.

Družba za upravljanje upravlja vzajemni sklad v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov. Pravno razmerje tako obstaja neposredno med imetniki investicijskih kuponov in družbo za upravljanje. Družba za upravljanje je za upravljanje vzajemnega sklada upravičena do upravljalške provizije, ki je določena v odstotkih od letne čiste vrednosti sredstev sklada in ne sme presegati 2 odstotka. Družbi za upravljanje se odvaja vsak dan. Poleg upravljalške provizije ima družba za upravljanje iz sredstev vzajemnega sklada pravico opraviti še naslednja izplačila v zvezi z upravljanjem sklada:

- izplačila iz naslova davka na dobiček,
- obresti za kredite, ki jih v skladu z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje najema v svojem imenu in za račun vzajemnega sklada,
- stroške posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, zmanjšanih za stroške borzno-posredniške družbe oziroma banke,
- nadomestila za opravljanje nadzora ATVP nad poslovanjem vzajemnega sklada, in sicer v deležu, določenem s tarifo ATVP, ki se izračuna od povprečne letne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada v minulem letu.

Vzajemni skladi so v razvitem svetu najbolj razširjena oblika investicijskih skladov, medtem ko so pri nas še vedno v povojih, poudariti pa je treba, da so se tudi v svetu investicijski skladi začeli razvijati kot zaprte investicijske družbe.

2.4. OCENA STANJA VZAJEMNIH SKLADOV

Ob koncu leta 2000 je poslovalo 19 vzajemnih skladov, ki jih je opravljalo 11 družb za upravljanje. Število vzajemnih skladov se je v letu 2000 povečalo za dva zaradi ustanovitve vzajemnega sklada Skala, ki ga upravlja Krekova družba za upravljanje, in vzajemnega sklada Sova, ki ga upravlja Abančna družba za upravljanje. Samo vzajemni sklad pa sta upravljali le dve, in sicer Abančna DZU in Ilirika DZU (Letno poročilo, 2001, str. 122-130).

Skupna čista vrednost sredstev v vzajemnih skladih ob koncu leta 2000 je znašala 10,68 milijarde tolarjev, to je za 22,4 odstotka več kot ob koncu leta 1999. Največja vzajemna sklada sta bila Galileo in Rastko, ki sta skupaj predstavljala kar 62,7 odstotka celotne čiste vrednosti sredstev vzajemnih skladov ob koncu leta 2000.

Tabela 2: Čista vrednost sredstev vzajemnih skladov ob koncu 1999 in 2000

Vzajemni sklad	31. 12. 1999 (v SIT)	31. 12. 2000 (v SIT)	Sprememba (v %)
Galileo	4.838.513.948	5.066.884.186	4,72
Rastko	862.298.451	1.623.821.741	88,31
Alfa	184.891.672	567.359.799	206,86
Vipek	527.258.529	481.617.845	-8,66
LBM PIRAMIDA	461.734.499	458.637.687	-0,67
Polžek	426.275.956	367.492.054	-13,79
Skala	0	311.826.442	-
Zajček	336.385.306	308.399.824	-8,32
Hrast	242.472.693	301.284.866	24,26
Pika	233.912.090	230.074.075	-1,64
Modra kombinacija	183.252.764	219.773.166	19,93
Živa	113.498.050	192.824.497	69,89
KD Bond	72.278.480	145.430.662	101,21
Triglav Renta	13.003.969	113.167.775	770,26
Dolenjski vzajemni sklad	95.099.594	91.816.347	-3,45
SPD	34.073.211	83.555.920	145,22
Delniški	53.425.435	65.101.041	21,85
Miha	46.865.738	49.069.473	4,70
Sova	0	949.777	-
Skupaj	8.725.240.386	10.679.087.177	22,39

Vir: Letno poročilo, 2001, str. 124.

Največji vzajemni sklad v letu 2000 je bil Galileo, ki ga upravlja Kmečka DZU. Čista vrednost sredstev Galilea je bila 5,067 milijarde tolarjev, torej je v letu 2000 pridobil le 4,7 odstotka, medtem ko se je njegova čista vrednost sredstev v letu 1999 povečala kar za 144

odstotkov. Tržni delež vzajemnega sklada Galileo je ob koncu leta 2000 znašal 47,4 odstotka, kar je za 8 strukturnih točk manj kot ob koncu leta 1999.

Čista vrednost sredstev vzajemnega sklada Rastko je ob koncu leta 2000 znašala 1,6 milijarde tolarjev, kar je za 761,5 milijona tolarjev več kot ob koncu leta 1999, s čimer se je njegov tržni delež povečal za 5,3 strukturne točke.

Družba za upravljanje KBM Infond je ob koncu leta 2000 upravljala 4 vzajemne sklade, Kmečka DZU in Abančna DZU po tri, Primorski skladi dva, preostale DZU pa po enega.

Ob koncu leta 2000 je imela Kmečka DZU 64-odstotni delež, kar je za 2,2 strukturne točke manj kot ob koncu leta 1999. Druga največja Abančna DZU je imela le slabo desetino vrednosti oziroma 6,34-odstotni delež, Probanka DZU 5,31-odstotnega, preostalih osem družb za upravljanje pa je imelo manj kot petodstotni delež, merjen po obsegu čiste vrednosti sredstev v upravljanju.

Tabela 3: Deleži posameznih DZU pri upravljanju vzajemnih skladov na dan 31. 12. 2000, merjeno po obsegu čiste vrednosti sredstev v upravljanju

DZU	Vrednost (v SIT)	Deleži (v %)
Kmečka DZU	6.836.136.590	64,01
Abančna DZU	676.841.655	6,34
Probanka DZU	567.359.799	5,31
KBM Infond	499.011.299	4,67
AVIP DZU	481.617.845	4,51
LB Maksima	458.637.687	4,29
Primorski skladi	422.898.572	3,96
Krekova družba	311.826.442	2,92
Ilirika DZU	219.773.166	2,06
Triglav DZU	113.167.775	1,06
Vizija DZU	91.816.347	0,86
Skupaj	10.679.087.177	100,00

Vir: Letno poročilo, 2001, str. 124.

Med največjimi naložbami vzajemnih skladov prevladujejo naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Ob koncu leta 2000 jih je bilo za 8,4 milijarde tolarjev oziroma 78,4 odstotka vseh naložb. V letu 2000 so se naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, glede na leto 1999 povečale za 1,8 milijarde tolarjev, to je kar 94 odstotkov skupnega prirastka naložb v vzajemnih skladih v letu 2000. V letu 2000 so se med naložbami vzajemnih skladov pojavili tudi tuji vrednostni papirji (Kmečka DZU).

V zadnjih treh letih se je struktura naložb precej spremenila. Narasel je delež sredstev naložb v delnice, ki je konec leta 1997 znašal 60,64 odstotka, konec leta 2000 pa je dosegel 78,88 odstotka vseh naložb. V nasprotno smer se je v tem obdobju gibal delež obveznic, ki je iz 22,74 odstotka padel na 12,16 odstotka.

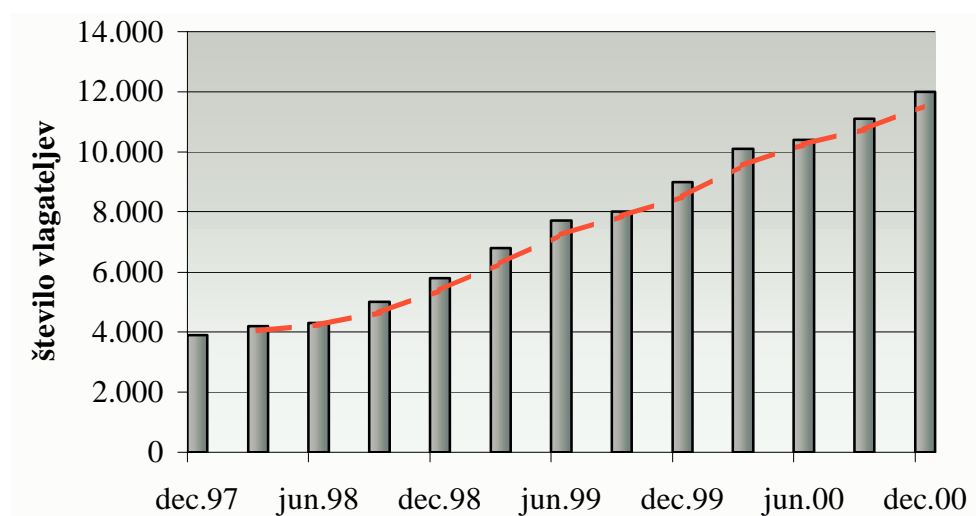
Tabela 4: Agregatna struktura naložb vzajemnih skladov v obdobju 1997|2000

		31. 12. 1997		31. 12. 1998		31. 12. 1999		31. 12. 2000	
		Vrednost	Delež (v %)	Vrednost	Delež (v %)	Vrednost	Delež (v %)	Vrednost	Delež (v %)
1.	Denarna sredstva	85.529	3,04	97.634	2,15	223.252	2,53	133.830	1,25
2.	Terjatve	23.987	0,85	97.351	2,15	110.664	1,25	76.090	0,71
3.	Kratkoročni VP (skupaj)	176.444	6,26	35.611	0,79	410.493	4,65	359.413	3,35
4.	Dolgoročni VP (skupaj)	2.349.413	83,39	3.978.767	87,77	7.980.244	90,46	9.974.038	92,83
4.1.	Domači (skupaj)	2.349.413	83,39	3.978.767	87,77	7.980.244	90,46	9.781.992	91,04
4.1.1.	Obveznice (skupaj)	640.793	22,74	767.036	16,92	1.067.790	12,10	1.306.889	12,16
4.1.1.1.	Republike Slovenije	198.484	7,04	331.145	7,30	365.174	4,14	353.687	3,29
4.1.1.2.	Druge obveznice	442.309	15,70	435.891	9,62	702.616	7,96	953.203	8,87
4.1.2.	Delnice (skupaj)	1.708.620	60,64	3.211.731	70,85	6.912.454	78,36	8.475.104	78,88
4.1.2.1.	na org. trgu VP	1.534.095	54,45	3.013.425	66,47	6.614.922	74,99	8.424.155	78,41
4.1.2.2.	na zunaj org. trgu VP	174.525	6,19	198.307	4,37	297.532	3,37	50.950	0,47
4.2.	Tuji (skupaj)	0	0,00	0	0,00	0	0,00	192.046	1,79
4.2.1.	Obveznice (skupaj)	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
4.2.2.	Delnice (skupaj)	0	0,00	0	0,00	0	0,00	192.046	1,79
5.	Drugi VP	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
6.	Depoziti v banki in DFO	182.105	6,46	323.969	7,15	96.900	1,1	200.791	1,87
7.	Skupaj (1+2+3+4+5+6)	2.817.478	100,00	4.533.333	100,00	8.821.553	100,00	10.744.162	100,00

Vir: Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2001.

Število vlagateljev v vzajemnih skladih se je do konca leta 2000 povečalo na 11.986, to je za 3.173 oziroma 36 odstotkov več kot leto poprej. V prvih treh vzajemnih skladih po številu vlagateljev je kar 82,6 odstotka vseh vlagateljev, kar pomeni, da je njihova koncentracija zelo visoka.

Slika 3: Gibanje števila vlagateljev v vzajemne sklade

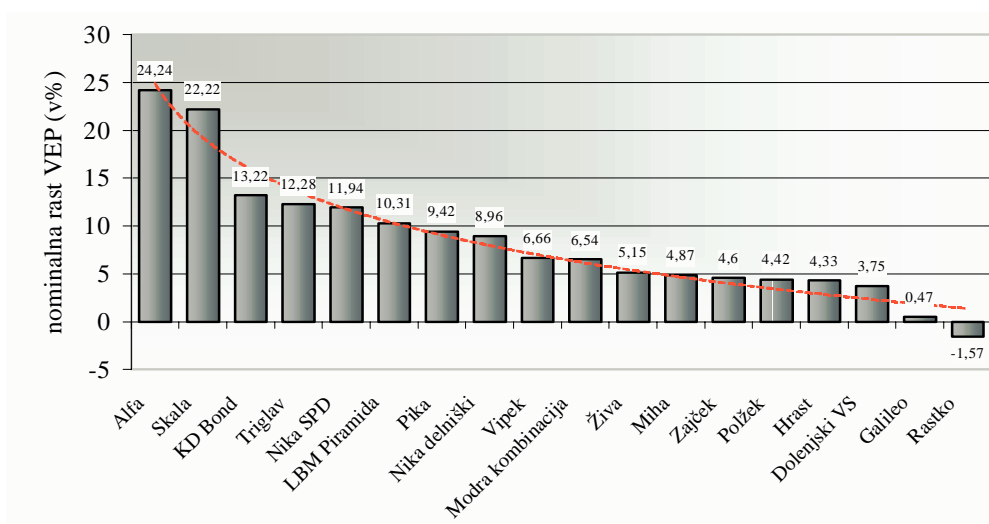


Vir: Letno poročilo, 2001, str. 128.

Nominalna donosnost vzajemnih skladov v letu 2000, merjena kot sprememba vrednosti enote premoženja (VEP), se je gibala med -1,57 in 24,24 odstotka, tehtano povprečje tako merjenih nominalnih donosnosti pa je znašalo 4,01 odstotka. Le trije vzajemni skladi niso presegli tehtane povprečne donosnosti vseh vzajemnih skladov. Ti so imeli ob koncu leta 2000 kar 63,5-odstotni delež.

V primerjavi z letnim povečanjem slovenskega borznega indeksa (SBI) (0,1 %) se je VEP vzajemnih skladov povprečno precej bolj povečala. V letu 1999 je tehtana povprečna nominalna donosnost vzajemnih skladov znašala 19,36 odstotka, to je bilo za 13,5 odstotne točke nad letno donosnostjo SBI. Pri primerjavi nominalne tehtane donosnosti vzajemnih skladov z gibanjem indeksa SBI je treba upoštevati, da indeks SBI zanemarja dividendno donosnost delnic, ki so vanj vključene, da so delnice, vključene v SBI, le del vrednostnih papirjev, ki jih imajo med naložbami vzajemni skladi, in da ne SBI ne VEP ne upoštevata stroškov posameznega vlagatelja.

Slika 4: Porast VEP vzajemnih skladov od 31. 12. 1999 do 31. 12. 2000



Vir: Letno poročilo, 2001, str. 128.

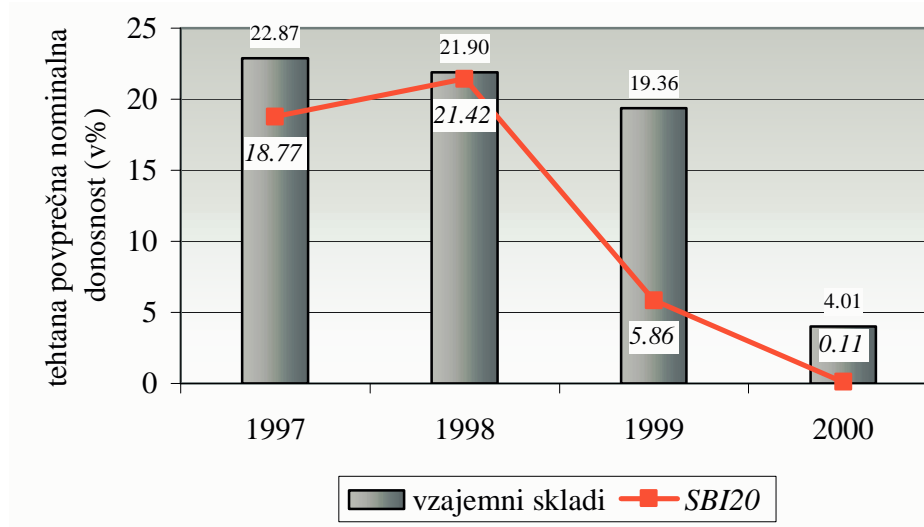
Tehtano povprečje donosnosti vzajemnih skladov v posameznem letu sem izračunala po enačbi:

$$\bar{D} = \frac{\sum S_i \cdot d_i}{\sum S_i},$$

kjer je S_i čista vrednost sredstev posameznega sklada in d_i letna donosnost posameznega vzajemnega sklada.

Donosnost vzajemnih skladov je v letih 1997 do 2000 sledila padajočemu trendu gibanja tečajev na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, kljub temu pa je tedaj zaslediti povečanje števila vlagateljev v vzajemne sklade. Tehtano povprečje donosnosti vzajemnih skladov se je v omenjenem obdobju zmanjšalo iz 22,87 na 4,01 odstotka, kar je približno toliko, kot se je zmanjšala letna donosnost indeksa SBI, ki je v tem obdobju padla iz 18,77 na 0,10 odstotka.

Slika 5: Tehtano povprečje donosnosti vzajemnih skladov in gibanje SBI v letih 1997 do 2000



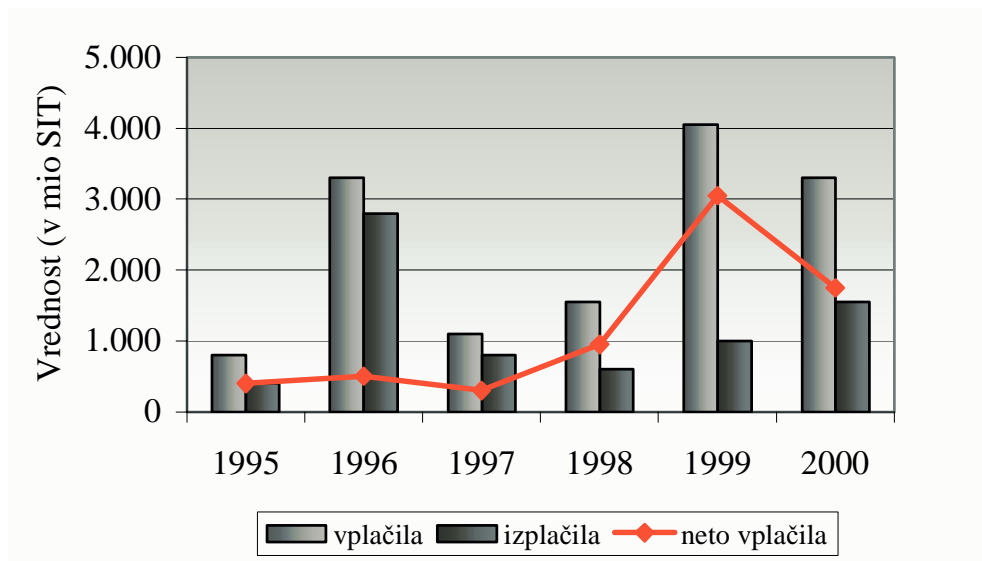
Vir: Vzajemni skladi, 2001.

Vzajemni skladi so v letih 1997 do 2000 dosegali v povprečju boljše rezultate od povprečnega rezultata na slovenskem sekundarnem trgu delnic, merjenega s slovenskim borznim indeksom. Pozitivni učinki vzajemnih skladov so rezultat aktivnih politik upravljanja portfelja vzajemnih skladov in razpršenosti naložb. Kot je razvidno iz IS/M-1 obrazcev v prilogi 3, ki jih morajo družbe za upravljanje vsak mesec poslati Agenciji za trg vrednostnih papirjev, vzajemni skladi vlagajo v različne naložbene oblike, delnice, obveznice, kratkoročne vrednostne papirje, depozite in podobno. Aktivna politika upravljanja portfelja pomeni dinamično prilagajanje strukture premoženja tako, da se sredstva vlagajo v najdonosnejšo obliko naložbe v danem trenutku, kar pomeni, da se v času visokih obrestnih mer nalaga več v depozite in kratkoročne vrednostne papirje, v času rasti tečajev delnic na sekundarnem trgu kapitala pa se pravočasno prestrukturira portfelj na borzni trg in na njem poveča svoj tržni delež.

Gibanje povprečnih donosov vzajemnih skladov nad donosnostjo SBI je bilo zaslediti tudi pred letom 1997 (Prohaska, 2000, str. 7³³). Vendar je treba pri tem upoštevati drugačne razmere, ki so takrat vladale na slovenskem trgu. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je začel veljati šele januarja 1994, družbe za upravljanje vzajemnih skladov so bile v fazi pridobivanja dovoljenja, dejavnost poslovanja vzajemnih skladov ni bila primerno regulirana, Agencija za trg vrednostnih papirjev ni izvajala pravega nadzora in naložbe vzajemnih skladov niso bile usklajene z zakonskimi zahtevami. Tako je bilo več prostora za manipuliranje s tečaji vrednostnih papirjev in s previsoko izkazanimi donosi vzajemnih skladov, kar bom prikazala s primerom poslovnega sistema Dadas v poglavju 3.1..

Leta 2000 je bilo z vidika pritoka novih sredstev v vzajemne sklade manj ugodno kot leto 1999. Neto vplačila so znašala 1,7 milijarde tolarjev, kar je skoraj za pol manj kot v letu 1999. V letu 2000 so se glede na leto 1999 vplačila v vzajemne sklade znižala za 19,4 odstotka, izplačila pa povišala za 65 odstotkov.

Slika 6: Letni obseg vplačil in izplačil v vzajemne sklade v obdobju 1995 | 2000



Vir: Letno poročilo, 2001, str. 130.

Poslovanje vzajemnih skladov v prvem polletju letošnjega leta je bilo podobno dogajanju v prejšnjem letu. Skupna vrednost premoženja domačih vzajemnih skladov se v prvem letošnjem polletju ni pomembneje spremenila. Zaznati je bilo rahlo rast v januarju in februarju ter zdrs v marcu in aprilu. Tako je skupna vrednost premoženja konec junija dosegla dobrih 11 milijard tolarjev. Vrednost skladov se je tako v prvi polovici letošnjega leta povečala za slabe 3 odstotke.

Vrednosti točk so se okrepile v maju, tako da je v prvi polovici junija večina skladov »splezala iz minusa«. V maju se je na Ljubljansko borzo vrnil optimizem, katerega temelj je bila tudi novica, ki je že dolgo visela v zraku. Na Borzni konferenci v Portorožu je guverner Banke Slovenije Mitja Gaspari naznanil, da bodo odpravili večino omejitev za trgovanje tujih investitorjev na Ljubljanski borzi do konca leta. Svet Banke Slovenije je sklenil, da se bo to zgodilo do 1. julija 2001. Tečaji delnic so začeli s tem dogodkom naraščati.

Seveda večje evforije ni bilo zaznati, zrasle so predvsem delnice likvidnim delnicam večjih slovenskih podjetij, ki so vključene v slovenski borzni indeks SBI20. Odziv kupcev torej ni bil silovit, vsekakor pa je lepa vzpodbuda skok indeksa za 7 odstotkov v mesecu dni.

Vzrok zanemarljive rasti ni le v počasnem naraščanju števila vlagateljev, temveč predvsem v gibanju tečajev delnic na Ljubljanski borzi. Tudi gibanja na tujih borzah vrednostnih papirjev niso vzpodbudna, upravljavci skladov za enkrat še večinoma odlašajo s preusmerjanjem sredstev v tujino. Zanimiva pa je informacija Kmečke družbe, ki namerava oktobra v Luksemburgu ustanoviti še šest vzajemnih skladov. To so Global equity, Central european equity, Global bond, Central european, Western european equity in vzajemni sklad Pid, ki bo vlagal v investicijske družbe po Srednji Evropi. Sklade bo tržila v Sloveniji in po državah nekdanje Jugoslavije (Grgič, 2001, str. 8).

Najbolj se je v prvih šestih mesecih okrepila enota Krekove družbe Skala, in sicer za 5,06 odstotka. Sledita ji točka Avipovega sklada Vipek in Probankine Alfe. Najslabše se je odrezal Dolenjski vzajemni sklad, ki ga upravlja Vizija.

Z julijem so se spremenila pravila o objavljanju podatkov o poslovanju oziroma donosnosti skladov. Upravljalci morajo tako po novem objavljati dolgoročnejše donose skladov, torej v zadnjih 36, 12 in 6 mesecih in sicer na obrazcu VS/D (glej prilogo 2). Pri pregledu povprečnih letnih donosov v zadnjih 36 mesecih, ki so izračunani po obrestno-obrestnem računu, ugotovimo, da daleč pred vsemi prednjači vzajemni sklad Alfa, z donosnostjo okrog 20 odstotkov. Preostali se gibljejo za zdaj od 8 do 14 odstotkov (glej prilogo 1).

Po novem se objavljata tudi najvišja in najnižja vstopna in izstopna provizija. Skupaj pri večini dosejata najvišjo dovoljeno mejo, ki jo doslej veljavni zakon dovoljuje, to je 3 odstotke. Družbe jih različno zaračunavajo, nekatere ob vstopu v vzajemni sklad, druge pri izstopu iz njega.

Kot sem že omenila, večjega zanimanja za vzajemne sklade v Sloveniji še vedno ni. Sicer je razlika med vplačili in izplačili v vzajemne sklade do sredine junija 2001 pozitivna, in sicer 179 milijonov tolarjev. Celotna industrija vzajemnih skladov trenutno še več kot očitno spi, gotovo pa se bo prebudila s sprejetjem novega zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki naj bi bil sprejet še v letos. Bistvo novega zakona naj bi bila možnost investiranja sredstev vzajemnih skladov na bolj likvidne trge v tujini in prihod tujih skladov, kar bo nedvomno povečalo ozaveščenost prebivalcev, ki danes še ne ve, da so prav klasični vzajemni skladi tisto sredstvo, ki jim lahko najbolj optimalno zagotovi dodatno pokojnino v starosti.

Prebivalstvo še vedno rado primerja vzajemne sklade z bankami, kar je neustrezno, kot je neustrezno primerjati med seboj vzajemne sklade, saj ima vsak svojo naložbeno strukturo. Primerjati moramo enako z enakim. Če pa vseeno primerjamo med seboj banke in vzajemne sklade, lahko vidimo, da so realni kratkoročni donosi vzajemnih skladov po pravilu nižji od vezave na banki. Če primerjamo štiriletne donose, pa je imela že polovica skladov boljši realni donos od povprečne vezave na banki. Daljše kot je obdobje, bolj se nagiba povprečje na stran vzajemnih skladov in kot po pravilu v večini primerov presega vezavo po desetih letih (Zorman, 2001, str. 6).

2.4.1. Alokacija sredstev med različne naložbene oblike

V tem poglavju bi rada prikazala primerjavo donosnosti različnih naložbenih oblik z alokacijsko matriko. Najprej sem izbrala naložbo v vzajemni sklad Alfa, naložbo v obveznice in za zdaj še vedno najbolj priljubljeno naložbo v vezano vlogo na banki.

Alokacijska matrika sredstev v obdobju od 31. 12. 2000 do 31. 07. 2001 pomeni razporeditev sredstev med tri naložbene oblike in njihov donos glede na delež vloženih sredstev (slika 7).

Če je vlagatelj v obdobju od 31. 12. 2000 do 31. 07. 2001 izbiral med naložbo v vzajemni sklad Alfa, investiranjem v obveznice in med tolarским depozitom na Novi ljubljanski banki, je imel v primeru celotne investicije v vzajemni sklad Alfa, v tem obdobju 12,83-odstotni donos. Če je sredstva v celoti vložil v obveznice, je pridobil 5,27 odstotka. Če pa je ves denar

vložil na banko, je dobil 5,21 odstotka obresti. Za vzajemni sklad velja predpostavka, da je investitor denar držal v skladu.

Slika 7: Alokacijska matrika sredstev od 31. 12. 2000 do 31. 07. 2001

- nominalni donos vzajemnega sklada Alfa 12,83
- nominalni donos obveznic (BIO) 5,27
- nominalni donos depozita (tolarski pri NLB) 5,21

		VZAJEMNI SKLAD ALFA										
		0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
O	0	5,21	5,97	6,73	7,50	8,26	9,02	9,78	10,54	11,31	12,07	12,83
B	10	5,22	5,98	6,74	7,50	8,26	9,03	9,79	10,55	11,31	12,07	
V	20	5,22	5,98	6,75	7,51	8,27	9,03	9,79	10,56	11,32		
E	30	5,23	5,99	6,75	7,51	8,28	9,04	9,80	10,56			
Z	40	5,23	6,00	6,76	7,52	8,28	9,04	9,81				
N	50	5,24	6,00	6,76	7,53	8,29	9,05					
I	60	5,25	6,01	6,77	7,53	8,29						
C	70	5,25	6,01	6,78	7,54							
E	80	5,26	6,02	6,78								
	90	5,26	6,03									
	100	5,27										

Vir: Lastni izračuni, september 2001.

V primeru odstopne porazdelitve med omenjene naložbe je imel investitor v omenjenem obdobju 8,28-odstotni donos na celotna vložena sredstva, če je vložil 40 odstotkov sredstev v vzajemni sklad Alfa, 30 odstotkov svojih sredstev v obveznice in preostalih 30 odstotkov na banko. Čim večji odstotek naložbe se nagiba k vzajemnemu skladu, tem večji donos ima vlagatelj.

Donos je izračunan po formuli: $D = p_1 * d_1 + p_2 * d_2 + (100 - p_1 - p_2) * d_3$, kjer je D skupni donos vseh naloženih sredstev, p_1 delež sredstev, ki jih je vlagatelj vložil od 31. 12. 2000 do 31. 07. 2001 v sklad Alfa, d_1 donos, ki ga je v obravnavanem obdobju prinesla naložba v sklad Alfa, p_2 delež sredstev, ki jih je vlagatelj vložil od 31. 12. 2000 do 31. 07. 2001 obdobju v obveznice, $(100 - p_1 - p_2)$ delež sredstev, ki jih je vlagatelj vložil od 31. 12. 2000 do 31. 07. 2001 v tolarski depozit na banki, d_2 donos, ki ga je v obravnavanem obdobju prinesla naložba v obveznice, in d_3 donos, ki ga je v obravnavanem obdobju prinesla naložba v tolarski depozit na banki.

Iz alokacijske matrike lahko vidimo, da je razpršenost naložb dobra poteza. V obravnavanem obdobju bi sicer lahko zaslužili več, če bi vse naložili v vzajemni sklad, lahko pa bi tudi bistveno več izgubili, če bi se donosnost sklada gibala v nasprotno smer. Na podoben princip delujejo tudi investicijske politike vzajemnih skladov. Cilj je čim večja razpršenost portfelja. Tako se sicer nekoliko zmanjša donosnost, z donosnostjo pa se zmanjša tudi tveganje, kar je cilj dolgoročne naložbe, ki naj bi jo predstavljali vzajemni skladi.

Nekoliko manj smiselna je diverzifikacija premoženja v vzajemni sklad, ki nima tolikšne donosnosti. Poglejmo si na primeru vzajemnega sklada Modra kombinacija, ki ima pol manjšo donosnost kot vzajemni sklad Alfa.

Slika 8: Alokacijska matrika sredstev od 31. 12. 2000 do 31. 07. 2001

- nominalni donos vzajemnega sklada Modra kombinacija 6,53
- nominalni donos obveznic (BIO) 5,27
- nominalni donos depozita (tolarski pri NLB) 5,21

		VZAJEMNI SKLAD MODRA KOMBINACIJA										
		0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
O	0	5,21	5,34	5,47	5,61	5,74	5,87	6,00	6,13	6,27	6,40	6,53
	B	10	5,22	5,35	5,48	5,61	5,74	5,88	6,01	6,14	6,27	6,40
V	20	5,22	5,35	5,49	5,62	5,75	5,88	6,01	6,15	6,28		
	E	30	5,23	5,36	5,49	5,62	5,76	5,89	6,02	6,15		
Z	40	5,23	5,37	5,50	5,63	5,76	5,89	6,03				
	N	50	5,24	5,37	5,50	5,64	5,77	5,90				
I	60	5,25	5,38	5,51	5,64	5,77						
	C	70	5,25	5,38	5,52	5,65						
E	80	5,26	5,39	5,52								
	90	5,26	5,40									
	100	5,27										

Vir: Lastni izračuni, september 2001.

Če je vlagatelj v obdobju od 31.12.2000 do 31.07.2001 izbiral med naložbo v manj donosni vzajemni sklad Modra kombinacija, investiranjem v obveznice in med tolarskim depozitom na Novi ljubljanski banki, je imel v primeru celotne investicije v vzajemni sklad v tem obdobju 6,53-odstotni donos. Če je sredstva v celoti vložil v obveznice, je pridobil 5,27 odstotka. Če pa je ves denar vložil na banko, je dobil 5,21 odstotka obresti.

V primeru odstotne porazdelitve med omenjene naložbe, je imel investitor v omenjenem obdobju 6,02-odstotni donos na celotna vložena sredstva, če je vložil 60 odstotkov sredstev v vzajemni sklad Modra kombinacija, 30 odstotkov svojih sredstev v obveznice in preostalih 10 odstotkov na banko.

Iz opisanega primera lahko razumemo vlagatelje, zakaj se za zdaj še ne odločajo za vložek v vzajemni sklad, vsaj ne v tiste sklade, ki so manj donosni. Morebitno večjo vsoto, ki jo dobijo z vložkom v vzajemni sklad, plačajo nato skozi stroške, tako jim je vseeno, ali naložijo sredstva v vzajemni sklad ali na banko. Če upoštevamo še njihovo miselnost o banki kot najbolj varni naložbi in borzi kot špekulativni naložbi, ugotovimo, zakaj je tako. Poleg tega segajo vlagatelji pretežno po kratkoročnih naložbah in če prištejemo k donosnosti povprečnega sklada še vstopno in izstopno provizijo, ki ju morajo vlagatelji plačati ob vstopu in izstopu v vzajemni sklad in ki največkrat skupaj dajeta vsoto v višini treh odstotkov, vidimo, da se kratkoročno to gotovo ne splača. Seveda pa je v roku, krajšem od teh let, treba plačati tudi davek na ustvarjeni dobiček. Nazadnje ugotovimo, da smo na zgubi. Poudariti pa je treba še enkrat, da gre v obravnavanem primeru za zelo kratko obdobje, pol leta. Vzajemni

skladi naj bi prinašali večje donosnosti, kot jih prinašajo obresti na banki na daljše obdobje, recimo na obdobje, ki je daljše od treh let.

Novi zakoni, ki jih vlada sprejema, so nujno potrebni, če želimo povečati investicije prebivalstva v tovrstne naložbe. Mislim, da bo k temu precej pripomogla sprememba zakona o obdavčitvi bančnih obresti in zakona o skrajšanju oziroma odpravi dobe plačila davka na dobiček. Banke bodo zgubile na konkurenčnosti, naložbe prebivalstva pa bodo postale podobne tistim v svetu.

2.5. INVESTICIJSKE DRUŽBE

Investicijska družba (ID) je za razliko od vzajemnega sklada delniška družba. Ustanovi se izključno za javno zbiranje denarnih sredstev in investiranje tako zbranih sredstev v prenosljive vrednostne papirje po načelu omejitve in razpršitve tveganj. Investicijska družba je za razliko od vzajemnega sklada zaprt investicijski sklad, kar pomeni, da delničar od sklada ne more zahtevati, da mu delnico odkupi. Delničar lahko delnico proda na sekundarnem trgu kapitala preko borznih posrednikov (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 1994).

Najnižji znesek osnovnega kapitala investicijske družbe je 200 milijonov tolarjev, vse delnice pa morajo biti navadne in istega razreda. Delnice družbe se glasijo na ime, njihova prenosljivost pa ne sme biti omejena. Vplačajo se lahko le v denarju in v celoti pred vpisom ustanovitve investicijske družbe.

Kot pri vzajemnih skladih ima tudi pri investicijski družbi posamezna fizična ali pravna oseba v lasti največ 5 odstotkov vsega premoženja oziroma delnic posamezne investicijske družbe, sicer sledijo sankcije.

Tudi investicijska družba ima le enega ustanovitelja, to je družbo za upravljanje. Ta sprejme statut investicijske družbe in prevzame ter vplača delnice v skupnem nominalnem znesku najmanj 1 milijon tolarjev. V nasprotju z vzajemnimi skladi je investicijska družba pravna oseba, zato obstajata dve pravni razmerji:

- pravno razmerje med investicijsko družbo in delničarji te delniške družbe, ki je urejena s statutom investicijske družbe, in
- pravno razmerje med investicijsko družbo in družbo za upravljanje, ki ga ureja pogodba o upravljanju investicijske družbe.

Družba za upravljanje se s pogodbo zaveže upravljati investicijsko družbo in pri tem v imenu in za račun investicijske družbe opravljati vse posle, ki so povezani z upravljanjem finančnega premoženja investicijske družbe, ta pa se zaveže, da ji bo za to plačala provizijo, ki ne sme presegati dveh odstotkov čiste letne vrednosti sredstev. Posli se nanašajo predvsem na posle nakupa in prodaje vrednostnih papirjev. Družba za upravljanje je dolžna iz lastnih sredstev kriti vse stroške poslovanja in upravljanja družbe, iz sredstev družbe sme plačati le:

- davek na dobiček investicijske družbe,
- obresti od kreditov, ki jih družba za upravljanje v skladu z zakonom najema za račun investicijske družbe,

- stroške posredovanja pri nakupih in prodajah vrednostnih papirjev, zmanjšane za stroške borzno-posredniške družbe ali banke.

Naložbe investicijske družbe morajo zagotavljati omejitev in razpršitev tveganj, Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje pa predpisuje, v katere vrednostne papirje sme družba naložiti denar in kako morajo biti naložbe razpršene.

2.6. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE

V Sloveniji se je razvila prav posebna oblika investicijske družbe, prilagojena trenutnim razmeram privatizacije. Proces preoblikovanja družbenega premoženja in prestrukturiranja gospodarskih subjektov v učinkovitejše in fleksibilnejše sisteme je zahteval oblikovanje pooblaščenih investicijskih družb (PID), katerih oblika je zgolj prehodna, saj se bodo morale v skladu z zakonom najkasneje v petih letih po sprejemu Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) iz leta 1999 začeti prilagajati pogojem, ki veljajo za prave investicijske družbe, in se dokončno uskladiti z njimi v naslednjih petih letih. V nasprotnem primeru zakon določa likvidacijo ali preoblikovanje v redno delniško družbo (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 64).

Temeljne značilnosti pooblaščenih investicijskih družb so enake kot navadne investicijske družbe, razen:

- najnižji znesek osnovnega kapitala pooblaščenih investicijskih družb je 100 milijonov SIT, najvišji pa 10 milijard SIT,
- delnice pooblaščenih investicijskih družb se vplača tudi s certifikati,
- rok za vpis in vplačilo delnic je daljši, in sicer šest mesecev od dneva, določenega za začetek vpisovanja,
- osnovni kapital lahko družba poveča že med postopkom vpisovanja delnic; če so vse delnice sklada vplačane pred iztekom roka za vpisovanje in vplačilo delnic, lahko družba za upravljanje izda sklep o povečanju osnovnega kapitala, seveda s soglasjem Agencije za trg vrednostnih papirjev,
- delnice pooblaščenih investicijskih družb niso prenosljive s pravnimi posli med živimi, dokler se ne uvrstijo v kotacijo na borzi,
- družba za upravljanje, ki upravlja družbo, ima pravico do upravljalške provizije največ v višini treh odstotkov povprečne letne čiste vrednosti sredstev pooblaščenih investicijskih družb, pri čemer je treba prvih pet let poslovanja družbe 1/3 provizije izplačevati v delnicah pooblaščenih investicijskih družb. Družba za upravljanje ima tudi pravico do povrnitve stroškov, ki so nastali pri ustanovitvi pooblaščenih investicijskih družb. Izplačajo se v delnicah in ne smejo presegati pet odstotkov osnovnega kapitala pooblaščenih investicijskih družb.

Okvirji za ustanovitev premoženja investicijske družbe in njihovo upravljanje so bili zakonsko določeni, sicer pa so jih posamezne družbe opredelile v prospektu za javno ponudbo delnic pooblaščenih investicijskih družb.

Družba za upravljanje (DZU) ima pri upravljanju pooblaščenih investicijskih družb še eno posebno vlogo, in sicer se lahko aktivno vključuje v upravljanje podjetij, katerih delnice

imajo v aktivih pooblaščenih investicijskih družb. Še enkrat pa je treba poudariti, da je to le posebna oblika sklada v prehodnem obdobju privatizacije.

2.6.1. Ocena pooblaščenih investicijskih družb (PID)

V letu 2000 se je število pooblaščenih investicijskih družb zmanjšalo za tri, tako da je bilo konec leta 2000 na organizirani trg uvrščenih 43 delnic pooblaščenih investicijskih družb. PID Atena 2 in Atena 3 sta se pripojili k PID Atena 1, ki se je hkrati preimenovala v PID Atena 1. Sklad. PID Certius 1 se je preoblikoval v redno delniško družbo Certius holding. Skupna knjigovodska vrednost sredstev pooblaščenih investicijskih družb, upoštevajoč neizkoriščene lastninske certifikate, je konec leta 2000 znašala 573,5 milijarde tolarjev, kar je za 25,6 milijarde tolarjev manj oziroma za 4,3 odstotka manj od vrednosti sredstev pooblaščenih investicijskih družb konec leta 1999 (Letno poročilo, Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001, str. 118¹²²).

V letu 2000 je bila dinamika zamenjave certifikatov za realno premoženje hitrejša kot v letu 1999, kar je posledica javnega razpisa Slovenske razvojne družbe. Delež neizkoriščenih certifikatov je konec leta 2000 znašal 32,13 odstotka vseh sredstev, kar je bistveno manj kot ob koncu leta 1999, ko je znašal 51,15 odstotka (glej vrstico 8 v tabeli 5).

Struktura naložb pooblaščenih investicijskih družb je znašala 22 odstotkov naložb na organiziranem trgu (delnice) in 43 odstotkov naložb zunaj organiziranega trga v obliki delnic in deležev.

Tabela 5: Agregatna struktura naložb sredstev PID v obdobju 1998-2000

Vrednosti v tisoč SIT		31. 12. 1998		31. 12. 1999		31. 12. 2000	
		Vrednost	Delež (%)	Vrednost	Delež (%)	Vrednost	Delež (%)
1.	Denarna sredstva	598.022	0,10	336.032	0,06	493.371	0,09
2.	Terjatve	3.980.089	0,67	6.440.881	1,08	5.665.059	0,99
3.	Kratkoročni VP (skupaj)	31.310	0,01	9.870	0,00	114.466	0,02
4.	Dolgoročni VP (skupaj)	268.124.695	45,2	273.390.265	45,63	332.409.101	57,96
4.1.	Domači (skupaj)	268.124.695	45,2	273.390.265	45,63	332.409.101	57,96
4.1.1.	Obveznice (skupaj)	5.613.904	0,95	4.179.446	0,70	4.292.105	0,75
4.1.1.1.	Republike Slovenije	3.706.551	0,62	2.420.254	0,40	1.464.429	0,26
4.1.1.2.	Druge obveznice	1.907.353	0,32	1.759.191	0,29	2.827.677	0,49
4.1.2.	Delnice (skupaj)	262.510.791	44,25	269.210.820	44,93	328.116.996	57,21
4.1.2.1.	na org. trgu VP	82.949.418	13,98	104.195.860	17,39	128.701.797	22,44
4.1.2.2.	zunaj org. trga VP	179.561.374	30,27	165.014.960	27,54	199.415.199	34,77
5.	Drugi VP	6.900.912	1,16	8.720.870	1,46	46.536.954	8,11
6.	Depoziti v banki in DFO	2.195.862	0,37	2.653.920	0,44	3.456.312	0,60
7.	Nepremičnine	1.122.765	0,19	1.098.463	0,18	546.989	0,10
8.	Neizkoriščeni lastnin. certifikati	310.270.002	52,30	306.475.956	51,15	184.289.491	32,13
9.	Skupaj 1 do 8	593.223.658	100,00	599.126.258	100,00	573.511.743	100,00
10.	Skupaj brez lastnin. certifikatov	282.953.656	47,70	292.650.303	48,85	389.222.252	67,87

Vir: Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2001.

Tržna kapitalizacija vseh pooblaščenih investicijskih družb je ob koncu leta 2000 pomenila 15,1 odstotka tržne kapitalizacije celotnega organiziranega trga (z delnicami PID vred), to je 171,6 milijarde od skupno 1.138,4 milijarde tolarjev.

Pooblaščenice investicijske družbe je konec leta 2000 upravljalo 19 družb za upravljanje, konec leta 1999 pa 20, saj je v letu 2000 PID Aktiva Avant I prenesla upravljanje na Ateno DZU. Samo pooblaščenice investicijske družbe je upravljalo 10 družb za upravljanje.

Povprečna tržna cena, ki so jo dosegle delnice pooblaščenih investicijskih družb na organiziranem trgu, izračunana kot netehtana aritmetična sredina tečajev vseh delnic PID, uvrščenih na organizirani trg, je ob koncu leta 2000 znašala 46,5 tolarja na delnico, ob koncu leta 1999 pa 48,2 tolarja. Pri tem ne gre zanemariti, da se je v opazovanem obdobju zmanjšalo število pooblaščenih investicijskih družb, s katerimi se je organizirano trgovalo, in da so imele pooblaščenice investicijske družbe različno strukturo naložb.

Povprečna knjigovodska vrednost delnic pooblaščenih investicijskih družb z upoštevanimi lastninskimi certifikati se je od decembra 1999 do decembra 2000 znižala za 4,9 odstotka in znaša 170,6 tolarja, povprečna knjigovodska vrednost delnic pooblaščenih investicijskih družb brez lastninskih certifikatov pa se je v istem obdobju zvišala za 27,3 odstotka in znaša 121,4 tolarja.

Tabela 6: Deleži DZU glede na osnovni kapital PID v upravljanju na 31. 12. 2000

	Osnovni kapital PID (v SIT)	Delež (v %)
NFD DZU	45.195.995.900	13,96
ATENA DZU	37.477.197.800	11,58
TRIGLAV DZU	34.290.002.100	10,59
KBM INFOND	33.729.924.400	10,42
KMEČKA DZU	28.327.026.300	8,75
KREKOVA PDZU	27.919.907.200	8,62
LB MAKSIMA	21.664.624.300	6,69
PROBANKA DZU	15.063.155.700	4,65
CAP-INVEST DZU	13.359.464.500	4,13
AVIP DZU	10.426.811.500	3,22
DUS KRONA	8.604.204.600	2,66
POMURSKA PDZU	8.131.117.000	2,51
CERTIUS DZU	7.604.166.800	2,35
ARKADA DZU	7.043.343.200	2,18
PRIMORSKI SKLADI	6.156.900.400	1,90
INTARA DZU	5.574.513.500	1,72
PULSAR DZU	4.424.392.100	1,37
VIZIJA DZU	4.407.463.200	1,36
S HRAM DZU	4.346.919.000	1,34
SKUPAJ	323.747.129.500	100,00

Vir: Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2001.

Povprečne tržne cene, ki so jih dosegale delnice pooblaščenih investicijskih družb na organiziranem trgu, so v letu 2000 znašale med 24 in 27,3 odstotka knjigovodske vrednosti delnice z upoštevanimi certifikati, to pa je diskont na knjigovodsko vrednost delnice med 72,7 in 76 odstotki. Povprečni diskont enotnega tečaja (tržne cene) delnic pooblaščenih investicijskih družb, izračunan na knjigovodsko vrednost delnice brez certifikatov, je znašal med 61,7 in 66,2 odstotka.

V letošnjem letu smo bili priča oddelitvi PID Mercata in PID Mercata 1 ter delitvi PID Kmečke družbe na PID, ID in holding Kmečka družba. Konec februarja je bilo tako 44 pooblaščenih investicijskih družb. Zaradi prenosa dela premoženja na redne delniške družbe se je stanje certifikatov glede na leto 2000 zvišalo z 32 na 34 odstotkov vseh sredstev pooblaščenih investicijskih družb. Drugih večjih sprememb ni bilo.

3. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE V SLOVENIJI

Družba za upravljanje (DZU) je gospodarska družba, ki se ustanovi izključno za upravljanje investicijskih skladov. Ustanovi se lahko kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo, sedež pa mora imeti na območju Republike Slovenije (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 1994) .

Družba za upravljanje je ustanovljena izključno za upravljanje investicijskih skladov. Osnovni kapital, ki ga mora imeti družba za upravljanje, znaša 50 milijonov tolarjev, vendar sta bili s takšnim kapitalom ustanovljeni le dve družbi za upravljanje, pri preostalih pa se je znesek gibal večinoma med 50 in 100 milijoni tolarjev, v nekaterih je celo presegel 100 milijonov. Najvišji ustanovitveni kapital je bil 200 milijonov tolarjev. Pri večini družb za upravljanje se je osnovni kapital povečeval, razloge pa lahko pripišemo vedno večjemu številu investicijskih skladov in razporejanju bilančnih dobičkov družb za upravljanje za namen povečevanja osnovnega kapitala. Pomembno je poudariti, da je ustanovitveni kapital v veliki večini slovenskega izvora. Neposredno je bil tuji kapital udeležen le pri dveh družbah za upravljanje in ni presegal 10 odstotkov njunega osnovnega kapitala. Gre za družbo AKTIVA, d. o. o., kjer je bil 10-odstotni tuji lastnik ob ustanovitvi EPID GmbH Dunaj, ki pa je leta 1998 prodal svoj delež in družbo za upravljanje TRIGLAV, kjer je 2,5-odstotni lastnik WMP AG Wien (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 65 |106).

Lastništvo družb za upravljanje naj bi v prihodnje bistveno spremenilo vplive in tržne deleže posameznih družb za upravljanje, zato je za njihovo analizo pomembno poznati poleg lastniške strukture tudi strukturo lastništva družb za upravljanje in nameravane lastniške povezave med lastniki.

Za prenehanje opravljanja dejavnosti družb za upravljanje je ponavadi vzrok kršitev določil zakona pri upravljanju investicijskih skladov, zaradi česar Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) odvzame dovoljenje. Lep primer je bila družba za upravljanje Proficia Dadas. Upravljala je štiri vzajemne sklade, v letu 1996 pa ji je Agencija za trg vrednostnih papirjev odvzela dovoljenje za opravljanje dejavnosti investicijskih skladov z namenom zaščite vlagateljev in razvoja trga vrednostnih papirjev.

3.1. DONOSNOST DRUŽB ZA UPRAVLJANJE

V letih 1994|1997 je bila opravljena raziskava glede donosnosti družb za upravljanje (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 76). Strnjena ocena raziskave pravi, da je:

- povprečna donosnost nižja pri družbah za upravljanje, ki upravljajo z manjšim kapitalom,
- povprečna donosnost najmanjših družb za upravljanje negativna,
- povprečna donosnost družb, ki upravljajo večji del skladov, se giblje med 20 in 30 odstotkov letno,
- povprečna donosnost v dejavnosti na povprečno uporabljen kapital v tem obdobju je znašala 10,45 odstotka,
- povprečna donosnost na kapital visoka v letu 1994 in 1995, v letu 1996 pade na 25 odstotkov in je negativna v letu 1997 na nivoju 35 odstotkov.

Pomembne spremembe v družbah za upravljanje so nastale v letu 1997, saj so se v večini družb vrednosti delnic korigirale na nominalno vrednost oziroma na knjigovodsko vrednost brez certifikatov. Ključno vlogo so namreč igrali izredni odhodki zaradi odpisov finančnih naložb, saj so jih sestavljale delnice pooblaščenih investicijskih skladov, ki so jih družbe za upravljanje prejele kot provizijo ob njihovi ustanovitvi. Te so se evidentirale po knjigovodski vrednosti z upoštevanjem vrednosti neizkoriščenih certifikatov.

Zanimivo je, da je ta analiza pokazala drugačno sliko o donosnosti, kajti v javnost je bila dana ocena, da je upravljanje investicijskih skladov ne glede na velikanske izgube, ki jih imajo investicijski skladi, najbolj donosna dejavnost v Republiki Sloveniji.

Ogromne izgube pooblaščenih investicijskih skladov, ki so nastale v letih 1994|1996 sočasno z visokimi dobički družb za upravljanje, so seveda povzročile negativen odziv javnosti. Družbe za upravljanje naj bi bogatele zaradi obračunavanja previsoke provizije za upravljanje, seveda pa je treba navesti interes upravljavcev družb za upravljanje, da v prvih treh letih izkažejo visoke dobičke iz davčnih razlogov in provizije, ki jo lahko družba za upravljanje prejme v delnicah (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 81|99).

Pred vstopom delnic skladov na borzo so bile njihove cene na sivem trgu zelo uravnotežene. Po prvih prodajah na borzi pa so se pojavile prve zlorabe pri pooblaščenih investicijskih skladih in vzajemnih skladih.

Najprej si pogledajmo primer Divide, družbe za upravljanje, ki ji je Agencija za trg vrednostnih papirjev tudi odvzela licenco za upravljanje skladov. Direktor in 75-odstotni lastnik Divide je v svojem imenu in na svoj račun kupil 5000 delnic Mercatorja po ceni 2.500 tolarjev za eno. Istega dne jih je vseh 5000 prodal podjetju, v katerem je 100-odstotni lastnik po 12.000 SIT za delnico. Isti paket je bil po ceni 12.000 tolarjev nato prodan družbi za upravljanje Divida. Osem dni kasneje je Divida g. direktorju znova prodala vseh 5000 delnic, in to po ceni 2.500 tolarjev na delnico. Ta je še isti dan prodal celoten paket investicijskima skladoma Kompas 1 in Kompas 2 po 9.000 tolarjev na delnico.

Podobno se je dogajalo tudi na Češkem, kjer je bilo zlorabe zelo težko odkriti. Šlo je namreč za primere, ko so skladi prodajali sredstva po cenah, nižjih od tržnih, dobičke pa odvajali nelegalno.

Izjemen primer zlorabe pri vzajemnih skladih pa kaže vzpon in padec sistema Dadas, ki je do sedaj edini primer velikih izgub, ki so jih utrpeli vlagatelji v vzajemne sklade v Sloveniji, gre pa za približno 6 milijard tolarjev.

Prvo podjetje Dadas je bilo ustanovljeno v letu 1991, leto 1996 pa pomeni zlom celotnega sistema Dadas, ki je predstavljal skupino povezanih podjetij. Dogajanja so povezana s celotnim sistemom, s katerim je mogoče pojasniti napihovanje cen vrednostnih papirjev na borzi.

Tečaji borznih delnic so oktobra 1995 izredno hitro naraščali, med njimi so bile delnice Poslovnega sistema Dadas, Mladinske knjige založbe, Finmedie in Promofina – bile so v neposrednem ali posrednem lastništvu sistema Dadas. Splošna rast delnic se je seveda pokazala v sočasni rasti vrednosti točk vzajemnih skladov. Med njimi so najhitreje rasli skladi, ki jih je upravljala družba za upravljanje Proficia Dadas. To so bili vzajemni sklad Diver, Rastko I., Neli II. in Herman Celjski, ki mu je točka v začetnih treh mesecih leta 1996 porasla za približno 15 odstotkov, v drugih treh pa se je donosnost gibala okrog 9,5 odstotka. V preostalih trinajstih skladih na slovenskem trgu je donos dosegal le od 1,3 do 6,5 odstotka. Tudi nedovoljeni navidezni borzni posli med podjetji sistema Dadas so pripomogli k vrednosti delnic, ki so po podatkih agencije za trg vrednostnih papirjev predstavljali pomemben delež v teh štirih hitro rastočih skladih.

Transakcije, ki so se vršile z delnicami Mladinske knjige založbe (MKZ) in Dadasa v decembru 1995 in januarju 1996, so potekale približno tako. Promet z delnico Dadas je 19. decembra dosegel zanemarljivo vrednost, enotni tečaj je padel s 169.410 tolarjev na 157.779 tolarjev. Dan pozneje so družbe znotraj sistema Dadas z delnico trgovale po najvišjem dnevnem tečaju 170.000 tolarjev, prek nje se je preselilo 482,6 milijona tolarjev. Posledica množične finančne operacije je bil znaten dvig enotnega dnevnega tečaja Dadasove delnice, skupina šestih podjetij pa je istega dne z delnico Dadas opravila tudi večino borznega prometa, okrog 92 odstotkov.

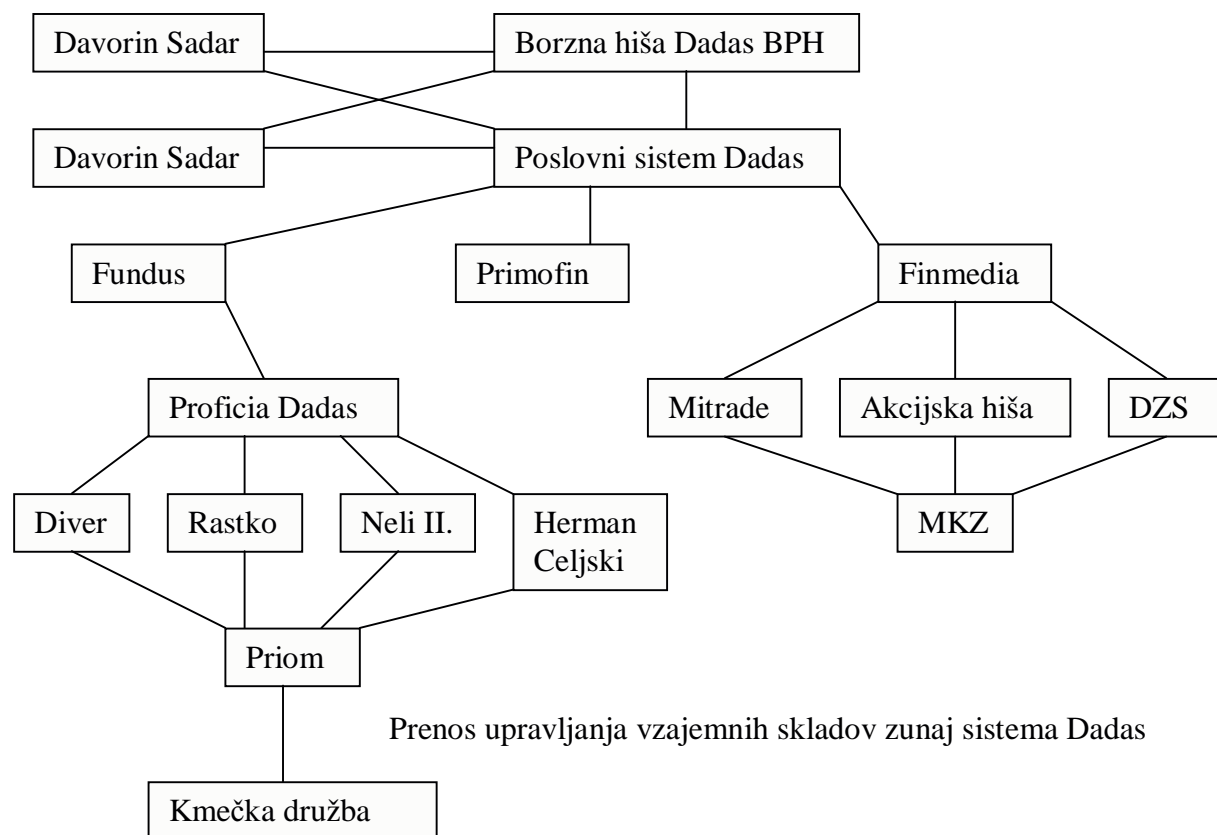
V istem času je povsem enake spremembe v prometu in tečaju doživela delnica MKZ. Ko so 20. decembra v promet in tako ceno delnice MKZ posegla podjetja poslovnega sistema Dadas, se je močno dvignil njen enotni tečaj, poseg omenjenih šestih podjetij Poslovnega sistema Dadas pa je predstavljal skoraj 98 odstotkov njenega prometa. Podobna zgodba se je z delnicami Dadas ponovila mesec kasneje, januarja, ko so povezana podjetja borznega sistema Dadas izvedla množično prodajo in nakup delnic Dadas in MKZ. Posel se je odvil le v nasprotnem vrstnem redu.

Stroka imenuje ta pojav »fenomen spirale«, pomeni pa dvig tečajev delnic in hitro rast vrednosti kuponov nekaterih vzajemnih skladov zaradi nedovoljenih manipulacij z delnicami.

Pojav naj bi po mnenju Agencije za trg vrednostnih papirjev začel nastajati zaradi bistveno povečanega pritoka denarja v vzajemne sklade, ki ga je spodbudila visoko izkazana stopnja donosa vzajemnih skladov, ki jih upravlja Proficia Dadas. To stanje je vodilo v neskladje med ponudbo in povpraševanjem po delnicah na trgu vrednostnih papirjev. Povpraševanje vzajemnih skladov je bilo večje, kot pa je bilo na voljo delnic, kar je privedlo do visokih cen obstoječih delnic, kar pomeni umetno napihovanje cen teh vrednostnih papirjev na borzni kotaciji. Povišane cene imajo povraten učinek na vzajemne sklade in njihove donose, kar lahko pripelje do multiplikacije na vedno višjem nivoju. Že zgolj povečano povpraševanje je

bilo vzrok za takšno multiplikacijo, k temu pa so še dodatno prispevale povezane osebe iz sistema Dadas z manipulacijo cen vrednostnih papirjev.

Slika 9: Povezana podjetja v sistemu Dadas



Vir: Kovač, 1997, str. 60.

Napihovanje je sledilo vse do marca 1996, ko je Agencija opozorila javnost na tveganost naložb v vzajemne sklade, balon pa je počil nekaj dni kasneje, 20. marca, ko je Agencija omejila naložbe v vzajemne sklade in s tem zavarovala nove vlagatelje v Dadasove sklade.

Milijardno premoženje je borzni sistem Dadas, kot odziv na Agencijo, prenesel na družbo Priom, ki je bila del sistema Dadas, s čimer so se izmaknili nadzoru Agencije. Cene vrednostnih papirjev borznega sistema Dadas so se po tem dogodku več kot prepolovile, špekulanti pa so začeli pospešeno prodajati delnice družb borznega sistema Dadas, da bi rešili svojo kožo, in s tem povzročili znatno znižanje tečajev. Situacija je bila označena celo kot borzni zlom.

Borzni zlom je oznaka za nagel padec borznih tečajev, glede odstotka padca tečajev pa ni zaslediti usklajenih mnenj. V raziskavi gibanja slovenskega borznega indeksa od 1994 do 1996 (Prohaska, 2000, str. 23-33) je bilo ugotovljeno, da o borznem zlomu ne moremo govoriti. Na razvitih finančnih trgih v centralni in vzhodni Evropi niso takšna gibanja nič posebnega, posebno če pride kasneje do popravka, kot je prišlo v primeru SBI leta 1996. Na podlagi tega in relativno majhnega padca SBI v letu 1996 v primerjavi z letom 1994, za 6,58 odstotka, ni mogoče trditi, da pomeni padec tečajev delnic v letu 1996 dejansko borzni zlom

na finančnem trgu v Sloveniji. Ugotovitev o borznem zlomu za omenjeno obdobje ni najti niti v poročilih Ljubljanske borze, v poročilih Banke Slovenije niti v poročilih posameznih vzajemnih skladov.

Agencija je odkrila pri zaostrovanju odnosov še eno manipulacijo znotraj borznega sistema Dadas, in sicer z netržnimi vrednostnimi papirji, ki niso kotirali na Ljubljanski borzi. Potekala je med skladi Proficie Dadas in Dadasovo družbo Priom, kar je neposredno vplivalo na rast vrednosti točke Dadasovih skladov.

Seveda je Dadasov imperij izgubil vse tožbe proti Agenciji. S prenehanjem delovanja družbe Proficie Dadas, je julija njene sklade prevzela v upravljanje Kmečka družba, borzna hiša Dadas BPH pa je bila novembra 1996 izključena iz Ljubljanske borze.

Določeni vlagatelji v vzajemne sklade Proficie Dadas, d. o. o., Maribor, v pravnih postopkih tožijo Republiko Slovenijo kot prvo toženo stranko in Agencijo kot drugo toženo stranko zaradi plačila odškodnine zaradi škode, ki naj bi jim nastala zaradi ravnanj Agencije, saj tožniki zatrjujejo, da naj bi bila nezakonita (Letno poročilo, 2001, str. 58).

Pojavljajo se vprašanja, zakaj Agencija ni ukrepala že prej, leta 1995. Za to obstajata dva razloga (Prohaska, 2000, str. 22). Prvič, Agencija do leta 1995 zaradi prostorskih problemov ni imela na voljo ustrezne informacijske opreme, ki naj bi bila najpomembnejši pogoj in osnova za učinkovit sistem nadzora. In drugič, Agencija se je zavedala, da gre v primeru Dadas za enega največjih udeležencev na trgu vrednostnih papirjev v Sloveniji, zato je ravnala previdno zaradi zaščite vlagateljev in je začela javni postopek šele, ko je imela nedvomna dokazila o kršitvi zakonskih predpisov.

Ta primer zlorabe in naraščanja tečajev sem poudarila, ker bi rada nakazala na nekatere morebitne povezave družb za upravljanje, ki upravljajo sklade v današnjem času. Zaznati je mogoče naslednje. Obstajajo družbe za upravljanje, ki upravljajo pooblašene investicijske družbe in vzajemne sklade hkrati. Točke vzajemnih skladov takšnih družb hitreje in intenzivneje rastejo kot točke drugih vzajemnih skladov, katerih matična družba za upravljanje upravlja le vzajemni sklad. Kot primer bom podala družbo za upravljanje Probanko, ki upravlja pooblašeni investicijski družbi Zlata moneta 1 in Zlata moneta 2 ter vzajemni sklad Alfa (Kocuvan, 2001, str. 10).

Probanka DZU je imela v letu 2000 15 milijonov tolarjev čistega dobička, leto prej pa 6,25 milijona izgube. Skoraj 50 milijonov tolarjev dobička z izrednimi prihodki in slabih 600 milijonov tolarjev izgube je ustvarila z odpisom finančnih naložb. Na slednjo postavko pri družbi za upravljanje vpliva predvsem vrednost delnic pooblaščenih investicijskih družb, ki jih upravljajo, saj je zakon predpisoval izplačilo dela provizije v delnicah.

Tako Zlata moneta 1 kot Zlata moneta 2 sta lani ustvarili krepko izgubo. Prva 1,53 in druga 2,32 milijarde tolarjev, predvsem zaradi upadanja borznih tečajev, pravijo. Lanska bilanca pooblaščenih investicijskih družb Zlata moneta 1 kaže realnejše stanje kot predlani, predvsem zaradi večjega deleža tržnih vrednostnih papirjev.

Na drugi strani pa je v letu 2000 poslovanje izjemno povečal vzajemni sklad Alfa, ki ga tudi upravlja Probanka DZU. Število enot premoženja se je v letu dni povečalo za skoraj 150 odstotkov, z 52.215 na 129.181 enot. Po eni strani je to posledica aktivnega trženja sklada v

tem letu, po drugi strani pa naraščanja vrednosti enote premoženja, ta se je namreč dvignila s 3.534 na 4.391 tolarjev ali nominalno za 24 odstotkov. Tako očitno razlagajo v družbi.

Mislim, da je treba pogledati tudi drugo stran. Intenzivna rast vzajemnega sklada Alfa se nadaljuje tudi v letošnjem letu in je edini, ki se močno razlikuje od vseh drugih vzajemnih skladov. Če pogledamo vrednost točke, ki je 22. 08. 2001 dosegla 5.025 tolarjev, in donose, ki jih ustvarja dan za dnem in se vrstijo med prvimi tremi najvišjimi, lahko v obdobju treh let opazimo, da je ustvarila okrog 75 odstotkov donosa, povprečno na letni ravni v teh treh letih pa čez 20 odstotkov. Nato v razpredelnici poiščemo naslednji najdonosnejši sklad, to je vzajemni sklad Pika, ki ga upravlja družba za upravljanje Primorski skladi, ki tudi upravlja tri pooblašene investicijske družbe, in sicer tri Modre linije. Vzajemni sklad je v istem obdobju dosegel okrog 45 odstotkov povečanje vrednosti točke in nekaj čez 13-odstotni donos povprečno na letni ravni, kar je debelih 30 odstotkov manj a je še vedno je eden izmed zelo donosnih skladov.

Skratka, najslabše gre vzajemnim skladom, ki so resda malo manjši, a njihova matična DZU upravlja le njih. To so Polžek, Zajček, Sova, ki jih upravlja Abančna DZU, in Modra kombinacija, ki ga upravlja Ilirika DZU. Bijejo bitko za obstoj. Povprečno na letni ravni so izračunani donosi le okrog 10 odstotkov oziroma manj.

Vprašanje je, zakaj je tako in kako je možno dosegati tako visoke donose, čeprav sami borzni tečaji, sploh v letu 2000, takšnim naložbam niso bili naklonjeni. Kako je možen dnevni donos 30 odstotkov višje, kot se gibljejo vsi drugi, in s tem nad donosom samega borznega indeksa? Lepo, iz portfelja vzajemnega sklada, ki ga upravljaš, prodaš delnice XY svoji pooblašeni investicijski družbi, ki jo prav tako upravljaš, po ceni 5.000 tolarjev. Čez dve uri iste delnice XY prodaš nazaj iz pooblašene investicijske družbe vzajemnemu skladu po ceni 6.000 tolarjev. Pooblašena investicijska družba je opeharjena, vzajemnemu skladu bo enota premoženja porasla, na borznem trgu pa s takšno transakcijo vzdigneš tečaj delnice XY. Poleg tega imaš v portfelju netržne delnice, katerih cene se lahko prosto gibljejo. Vsak dan dodaš malo popra, da nihče ne opazi, pa se kmalu približamo pekoči zgodbi Dadasa. Seveda na donos vpliva tudi rast vzajemnega sklada, se pravi večanje števila vlagateljev. Vsakdo bi se odločil za vložek v sklad, ki je najdonosnejši. Vprašanje pa je, kdaj bo zgodbe konec, če je seveda bo.

Pojavlja se isto vprašanje, kot se je pojavljalo v primeru Dadas. Zakaj Agencija za trg vrednostnih papirjev ne zazna poslov, ki jih je možno videti v delniški knjigi. Zakaj ne ukrepa, je še večje vprašanje. Dejstvo pa je, da so skladi, ki bijejo bitko za obstoj, v neizmerno slabšem položaju. Tržiti sklad, katerega donosnost ni visoka, ni prijetno. Vlagatelju je treba ponuditi kaj več kot le donos.

3.2. PRIČAKOVANI RAZVOJ DRUŽB ZA UPRAVLJANJE

Vsi pojavi v zvezi z »afalami« Dadas, Divida, A-TRUST in NIKA seveda dandanes precej vplivajo na zmanjševanje zaupanja. Da bi se vsaj približno ohranilo, so morale biti sprožene različne aktivnosti kot samoregulativa družb za upravljanje, odvzem licenc za upravljanje z investicijskimi skladi in kazenske ovadbe.

Število družb za upravljanje je za slovenske razmere veliko, seveda zaradi pričakovane visoke donosnosti nove dejavnosti ob možnostih, ki jih je ponujala privatizacija. Pričakovati pa je bilo, da bo v prihodnjih letih prihajalo do:

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

Prvi odvzemi licenc, kot smo videli na primerih opisanih v prejšnjem poglavju, so se že zgodili. Zgodili so se tudi prevzemi in nakupi, na primer lani je Ilirika DZU kupila družbo za upravljanje Rdečo Piko, ki je upravljala vzajemni sklad Modra kombinacija. Konkurenca je huda. S pritiskom na zniževanje provizij se bodo možnosti najmanjših še zmanjševale.

Sam obstoj družb za upravljanje bo tudi prenehal, če se bodo pooblašcene investicijske družbe preoblikovale v prave delniške družbe. Združevali in povezovali se bodo lastniki družb za upravljanje, kar pomeni povezovanje in združevanje samih družb za upravljanje. V zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je opredeljeno, da je posredni imetnik delnic oziroma poslovnih deležev tisti, ki je z neposrednim imetnikom delnic povezana oseba. Kot povezani osebi štejeta med drugim osebi, ki imata ena v drugi več kot 20-odstotni upravljavski delež (Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 1997).

4. ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU)

4.1. VSEBINA STAREGA ZAKONA ZISDU

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je bil sprejet 26. januarja 1994, v kasnejših letih pa je bilo le nekaj dopolnitev. Zakon je bil prilagojen slovenskim razmeram, kjer je bila privatizacija v polnem zagonu, a se počasi končuje. Bliža se tudi vstop v Evropsko unijo in tako je v zakonu zaznati preveč pomanjkljivosti, da bi bil lahko še dolgo v uporabi.

Z njim so poskušali doseči cilje kot:

- omogočiti nastanek in razvoj novih nebančnih ustanov z namenom vzpodbujanja in nadaljnega razvoja trga kapitala,
- uravnoteženje slovenskega finančnega sistema,
- omogočiti uporabo zasebnih prihrankov za gospodarski razvoj, da bo zanimiv za varčevalce in podjetja,
- zagotoviti majhnim investitorjem vstop na borzo s ciljem povečanja donosa ob sprejemljivem tveganju,
- povečati zaupanje drobnih investitorjev z upoštevanjem evropskih standardov informiranja javnosti in zagotavljanja varnosti poslovanja skladov,
- zagotoviti posebne instrumente nadzora za onemogočanje manipulacij, oblikovati vzajemne sklade in investicijske družbe po zgledu držav Evropske skupnosti,

- doseči vključevanje v mednarodne trge kapitala ter oblikovati posebne oblike zaprtih investicijskih skladov, pooblašcene investicijske družbe, ki je nekoliko posebna oblika in sestavni del procesa lastninskega preoblikovanja. Te družbe se bodo predvidoma preoblikovale v eno izmed naslednjih oblik: vzajemne sklade, investicijske družbe ali finančni holding, čemur smo lahko že priča, na primer nedavno pri Kmečki družbi, Aktivi Avant in Certiusu.

Zakon določa pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter ureja način njihovega poslovanja. Lahko bi rekli, da določa predvsem grobe okvirje za delovanje tega segmenta. Obsega 12 poglavij:

1. temeljne določbe
2. družba za upravljanje
3. vzajemni sklad
4. investicijska družba
5. naložbe investicijskih skladov
6. objava informacij in varovanje poslovne skrivnosti
7. omejitve zaradi preprečevanja nasprotja interesov
8. nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov in družb za upravljanje
9. postopek odločanja agencije
10. posebne določbe za pooblašcene družbe za upravljanje in pooblašcene investicijske družbe
11. kazenske določbe
12. prehodne in končne določbe

4.2. NOVI ZISDU PRED PRVO PARLAMENTARNO OBRAVNAVO IN PO NJEJ

Tudi novi zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje v veliki meri pomeni uskladitev s pravnim redom Evropske unije. Vendar, kot je povedal predsednik Združenja družb za upravljanje (ZDU), Stane Valant, ureja direktiva EU le delovanje odprtih, po naše vzajemnih skladov. Obstaja pa tudi vrsta posebnih skladov (denarni sklad, skladi rizičnega kapitala, skladi skladov, nepremičninski skladi), za katere bi bilo po mnenju ZDU treba Agencijo za trg vrednostnih papirjev pooblastiti, da daje soglasja za ustanovitev in delovanje vsem rizičnim skladom. Slovenska zakonodaja na področju skladov bi morala biti konkurenčna, sicer bodo družbe ustanovljale sklade čez mejo, kamor se že odpravlja Kmečka družba, tiho pa tudi druge družbe.

Druga pomembnejša težava naj bi bila uskladitev pooblaščenih investicijskih družb, ki naj bi bila po veljavni zakonodaji končana do 13. julija prihodnje leto. Zaradi še vedno zelo velikega certifikatskega primanjkljaja naj bi v skladu s predlogom ZDU rok za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v novem ZISDU podaljšali, in sicer v treh letih od zamenjave vseh lastniških certifikatov, rok za uskladitev naložb investicijskih družb, ki bodo nastale po preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb, pa pet let po vpisu preoblikovanja v sodni register.

Tehtne pripombe so dali tudi člani borze vrednostnih papirjev. Opozarjali so na problematiko zmanjševanja članov borze in dejstvo, da se veliko poslov s papirji, ki kotirajo na borzi,

sklene mimo nje. Zato so se člani odbora za finance in monetarno politiko odločili, da vlado v zvezi z razpravo o ZISDU zaprosijo za strategijo o razvoju kapitalskega trga.

Neuradna različica novega ZISDU začetek letošnjega leta je prinesla kar nekaj polemik, saj je bilo v njej zapisanih ogromno sprememb in novosti, ki naj bi bile sprejete v zvezi z investicijskimi skladi. Med to različico in sprejetim uradnim predlogom vlade, ki ga je parlamentarni odbor podprl 07. 06. 2001, ni veliko razlik niti v obsežnosti niti v vsebini. Največja sprememba je seveda možnost preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v vzajemne sklade, spremembe pa so med drugim tudi pri osnovnem kapitalu družb za upravljanje, pri provizijah in rokih ter pogojih za uskladitev z novimi predpisi.

Zakon, sprejet v prvo branje je obširnejši od starega zakona, pravila poslovanja so natančneje določena in prilagojena razmeram za vstop v EU. Obsega naslednja poglavja:

1. temeljne določbe
2. družba za upravljanje
3. opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov
4. skupne določbe o upravljanju investicijskih skladov
5. vzajemni sklad
6. investicijska družba
7. nadzor nad družbami za upravljanje
8. nadzor nad drugimi osebami
9. sodelovanje z nadzornimi organi in organi Evropske unije
10. kazenske določbe
11. prehodne in končne določbe

Največje spremembe, novosti ter poglobljena poglavja, ki so predstavljena v novem zakonu, se spleta pregledati in mogoče podati kakšno mnenje. Seveda to niso končne določbe, mnogo stvari še za zdaj visi v zraku in jih bodo predebatirali ob naslednji seji. Zakon namreč še čakata dva filtra, drugo in tretje branje, preden bo sprejet v splošno uporabo.

4.2.1. Nove ambicije družb za upravljanje

Veliko govoric in čemernosti je povzročilo določilo, da naj bi po novem zakonu lahko družbe za upravljanje poleg upravljanja investicijskih skladov upravljale tudi premoženje dobro poučenih vlagateljev, kamor sodijo tudi velike gospodarske družbe (Toplak, 2001, str. 8). Ali to pomeni, da bodo družbe za upravljanje prevzele promet borznim hišam? Novi zakon tudi določa, da lahko DZU upravlja premoženje vzajemnih pokojninskih skladov, kritno premoženje zavarovalnic pa tudi premoženje bank. Vsekakor družbam za upravljanje dobro kaže in po vsem tem je pričakovati, da prevzamejo vodilno vlogo na slovenskem trgu kapitala. Seveda je treba v ospredje postaviti slovenske razmere, ki družbe za upravljanje vseeno puščajo v ozadju, vsaj trenutno. Predvsem je potrebno omeniti odnos investitorjev do vlaganj na našem trgu vrednostnih papirjev, ki gotovo ni prav posebno nagnjen v prid takšnim spremembam, kajti tudi raziskave kažejo, da vlagatelji še vedno prisegajo na obresti v bankah. Vsaj za zdaj še, dokler ni sprejet nov zakon o davku na dobiček, ki predvideva obdavčenje tudi bančnih obresti, kajti baje »ni pravično« do varčevanj in vlaganj v vrednostne papirje, da so varčevanja na borzi obdavčena, obresti na bankah pa ne.

Predloge o upravljanju premoženja dobro poučenih vlagateljev, ki so sedaj večinoma stranke borznoposredniških hiš, naj vlada po mnenju odbora vsekakor dobro prouči, kajti če bi bil ta člen sprejet, bi bile lahko borznoposredniške hiše ob velik promet, kar pomeni precejšnje poseganje na sam borzni trg. Člani odbora želijo biti z vladno strategijo razvoja kapitalskega trga seznanjeni.

Dolgoročno imajo po mojem mnenju družbe za upravljanje vsekakor perspektivo, svoje sposobnosti bodo morale še posebno izpostaviti in se izkazati, da pridobijo zaupanje investorjev, ki trenutno prisegajo na »netvegano« varianto.

4.2.2. Osnovni kapital družb za upravljanje

Glede osnovnega kapitala družbe za upravljanje je sprva predlog novega zakona ZISDU določal, da je osnovni kapital družbe za upravljanje, ki upravlja en investicijski sklad, najmanj 50 milijonov tolarjev, za vsak naslednji sklad v upravljanju pa ga je treba povečati za najmanj 25 milijonov tolarjev. V prvem branju pa so sprejeli sklep, da je najnižji znesek osnovnega kapitala družbe za upravljanje, ki upravlja en investicijski sklad, 150 milijonov tolarjev. Za dodatne sklade ni omejitev oziroma dodatnih določil. Tako visok znesek je prej veljal le za tisto družbo za upravljanje, ki upravlja premoženje dobro poučenih vlagateljev.

4.2.3. Posli s tujino in nadzor

Težko pričakovano povezovanje s tujino se je končno zlilo na papir. Družba za upravljanje lahko v državah članicah EU posluje prek podružnice ali neposredno, v tujini, se pravi v tretjih državah, ki niso članice EU, pa sme posle opravljati le prek podružnice. Družba za upravljanje, ki namerava odpreti podružnico v državi članici EU, mora o tem obvestiti Agencijo za trg vrednostnih papirjev, ta pa mora najkasneje v treh mesecih po prejemu obvestila to posredovati pristojnemu nadzornemu organu države članice.

Nadzor nad podružnico opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev. Tudi o neposrednem upravljanju skladov v državah članicah EU je treba obvestiti Agencijo za trg vrednostnih papirjev, ta pa mora najpozneje v enem mesecu obvestiti pristojni organ.

Agencija prav tako izda dovoljenje za ustanovitev podružnice v tujini.

Povsem enaka so pravila za tuje družbe za upravljanje, ki želijo storitve opravljati pri nas. Družbe za upravljanje iz držav članic EU lahko posle opravljajo prek podružnice ali neposredno. Tujci, ki ne prihajajo iz držav članic EU, lahko storitve opravljajo zgolj prek podružnice, prej morajo seveda pridobiti dovoljenje Agencije. Zahteve ATVP so natančno določene, določena so tudi pravila, nadzor in ukrepi, s katerimi lahko Agencija v primeru kršitve teh pravil začasno prepove opravljati storitve.

4.2.4. Skrbniška banka in nadzor

Zanimiva je novost, ki se je pojavila v besedilu novega zakona, da bo morala imeti vsaka družba za upravljanje svojo banko skrbnico. Skrbniška banka bo morala za račun

investicijskega sklada opravljati:

- storitve vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev,
- storitve hrambe vrednostnih papirjev,
- vodenja posebnega denarnega računa za sklade in zagotoviti pravilnosti na teh računih,
- zagotoviti, da bodo obveznosti izpolnjene v rokih,
- zagotoviti, da bo čista vrednost sredstev izračunana v skladu s predpisi,
- zagotoviti, da bo njena provizija obračunana po predpisih,
- in druge storitve.

Pri investicijskih družbah bo morala tudi skrbeti, da bosta prva prodaja in izdaja delnic potekali po predpisih ter da bo tako potekal tudi prvi odkup lastnih delnic, ki jih lahko po novem odkupi.

Pri vzajemnih skladih bo morala skrbniška banka skrbeti, da bodo prodaja, izdaja in odkup izplačanih investicijskih kuponov potekali po predpisih ter da se bo tako izračunavala tudi čista vrednost enote premoženja vzajemnega sklada.

Do zdaj je posle hrambe in vodenja opravljala klirinško-depotna družba (KDD), očitno pa bo za te naloge po novem razbremenjena. Vodenje računov je vodila Agencija RS za plačilni promet (APP), ki bo svojo funkcijo opravljala le še približno eno leto. Rok za zaprtje je namreč določen 1. januarja 2003, v zadnji različici predloga Zakona o plačilnem prometu, ki naj bi bil sprejet še letos, pa zakon ureja njeno preoblikovanje v dve ustanovi – Agencijo Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve ter Upravo Republike Slovenije za javna plačila.

Skrbniška banka je upravičena do provizije, ki mora biti izražena v odstotku od čiste vrednosti premoženja sklada, banki pa je poleg provizije iz sredstev sklada dovoljeno povrniti tudi nekatere druge stroške. Brez skrbi smo lahko, banke se ne bodo upirale novim nalogam, ki jim jih prinaša novi zakon, novemu sistemu se bodo prilagodile in storitve ustrezno drago zaračunavale. Verjetno se bodo najprej zapodile k skladom z visoko čisto vrednostjo sredstev, saj bo odmerjeni odstotek provizije večji kot pri skladih z manjšo čisto vrednostjo.

Nadzor nad skrbniško banko bosta opravljala Banka Slovenije (BS) in Agencija za trg vrednostnih papirjev, kot banke skrbnice pa bodo lahko kandidirale vse banke, domače ali podružnice bank iz držav članic EU, ustanovljene v Sloveniji, ki imajo ustrezno dovoljenje BS in ATPV.

Skrbniška banka ima tudi odškodninsko odgovornost, ki je ni mogoče izključiti ali omejiti. Imetnikom investicijskih kuponov namreč odgovarja za škodo, ki jo povzroči pri morebitnem nepravilnem ravnanju, paziti mora na njihove interese oziroma interese delničarjev investicijske družbe.

4.2.5. Obračunsko obdobje in izračuni

V predlogu so uvedli izraz obračunsko obdobje, ki je zelo obširno opredeljen. To je obdobje, določeno za izračun čiste vrednosti sredstev premoženja investicijskega sklada v pravilih upravljanja vzajemnega sklada oziroma statutu investicijske družbe. Družba za upravljanje naj

bi čisto vrednost sredstev investicijskega sklada izračunavala na zadnji delovni dan obračunskega obdobja, obračunsko obdobje pa ne sme biti daljše od polovice meseca. Obračunsko obdobje traja od prvega do petnajstega dne v posameznem mesecu in od šestnajstega do zadnjega dne v tem mesecu, seveda če pravila upravljanja vzajemnega sklada oziroma statut investicijske družbe ne določa krajših obračunskih obdobj.

Razlaga se zatakne pri določi izračuna vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, ki naj bi se tudi izračunavala na zadnji dan obračunskega obdobja. To pomeni, da se bo vrednost enote premoženja izračunavala na pol meseca namesto vsak dan, kot smo vajeni sedaj oziroma bo vsakodnevno vrednost enote premoženja objavljala le tista družba za upravljanje, ki bo posebej zaprosila za soglasje Agencijo za trg vrednostnih papirjev oziroma bo Agencija to potrdila v pravilih upravljanja vzajemnega sklada. Ali to pomeni, da ne bo več enotnih pravil glede objavljanj vrednosti enote premoženja?

Mislím, da to ne bi bilo smiselno in da bodo o tem še potekali pogovori in natančnejše definicije. Takšne določbe bi namreč verjetno imele določene negativne posledice, ki si jih nihče ne želi.

Po drugi strani vzajemni skladi niso namenjeni špekulacijam, ampak dolgoročnemu varčevanju in pravemu investitorju vsakodnevna vrednost točke v bistvu ne pomeni prav dosti. A dolgoročnemu varčevanju so namenjeni tudi vzajemni skladi v tujini, katerih enota premoženja se že leta izračunava vsak dan. Če mislimo slediti skladom v tujini, se mora izračunavanje tudi v Sloveniji prilagoditi izračunavanjem v tujini in se uskladiti z njimi.

4.2.6. Omejitve naložb

Kot do sedaj bodo tudi vnaprej veljale omejitve naložb investicijskih skladov. Omejitve so na treh ravneh:

- pri vrstah dovoljenih naložb,
- pri deležih posameznih vrst naložb,
- pri izpostavljenosti posamezni osebi.

Investicijski skladi lahko vlagajo v tržne in netržne vrednostne papirje, bančne denarne depozite, standardizirane finančne instrumente in instrumente denarnega trga.

Tržni vrednostni papirji, domači ali tuji ali papirji prve prodaje, pri katerih je zahtevana uvrstitev na organizirani trg, morajo vedno dosegati najmanj 51 odstotkov premoženja sklada. Vrednost bančnih vlog in vrednost instrumentov denarnega trga skupaj ne smeta preseči 49 odstotkov. Pri teh instrumentih velja še pogoj, da jih je izdala Republika Slovenija, Banka Slovenije, država članica EU ali njena osrednja banka. Netržnih vrednostnih papirjev ne sme biti več kot deset odstotkov.

Zanimiva je novost, da lahko investicijski sklad po novem vlaga tudi v investicijske kupone oziroma v delnice drugega investicijskega sklada, kar je bilo do sedaj onemogočeno. Vrednost naložb investicijskega sklada v takšne vrste naložb ne sme presegati pet odstotkov vrednosti premoženja investicijskega sklada. Ne sme pa nalagati premoženja v tiste sklade, ki lahko v skladu z njihovo naložbeno politiko nalagajo več kot deset odstotkov premoženja v

investicijske kupone oziroma delnice drugih investicijskih skladov. Višje deleže naložb, kot je meja pet odstotkov, lahko predpiše agencija, ki določi tudi dodatne pogoje in pravila. Izrecno pa je prepovedano vlagati v plemenite kovine.

V zakonu iz leta 1994 je vlaganje investicijskih skladov zelo skopo opredeljeno, in sicer lahko investicijski skladi vlagajo le v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah, oziroma v vrednostne papirje, s katerimi se javno trguje, v dolgoročne ali kratkoročne vrednostne papirje in denarna sredstva, v vrednostne papirje domačih in tujih izdajateljev.

Naložbe investicijskega sklada v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah, morajo predstavljati najmanj 75 odstotkov vseh naložb vzajemnega sklada oziroma 60 odstotkov vseh naložb investicijske družbe. Vzajemni sklad mora imeti najmanj pet odstotkov svojih naložb v obliki likvidnih sredstev in v kratkoročnih vrednostnih papirjih, katerih rok dospelosti ne sme biti daljši od 6 mesecev.

4.2.7. Izpostavljenost posamezni osebi

Izpostavljenost posamezni osebi ne sme preseči več kot pet odstotkov vrednosti premoženja investicijskega sklada, razen če pravila upravljanja vzajemnega sklada ali statut investicijske družbe ne določa takšne politike. V slednjem primeru izpostavljenost ne sme biti večja od desetih odstotkov, vsota vseh izpostavljenosti investicijskega sklada, ki presegajo pet odstotkov vrednosti premoženja, pa ne sme presegati 40 odstotkov premoženja sklada.

Pri tem je treba poudariti prepoved pomembnejšega vpliva na upravljanje izdajatelja. Družba za upravljanje za račun investicijskih skladov, ki jih upravlja, ne sme pridobiti deleža delnic brez glasovalne pravice, ki skupno pomenijo več kot desetodstotni delež v osnovnem kapitalu posameznega izdajatelja, enako velja za delnice z glasovalno pravico, prav tako pa ne sme pridobiti deleža dolžniških vrednostnih papirjev, ki bi presegal deset odstotkov skupne nominalne vrednosti vseh izdaj posameznega izdajatelja v obtoku. Predlog ZISDU omogoča, da sklad kupuje delnice drugega sklada, vendar vrednost teh naložb ne sme preseči petih odstotkov vrednosti premoženja sklada.

Meja petih odstotkov je sicer ostala ista, tudi v sedaj veljavnem zakonu ne smejo imeti investicijski skladi več kot pet odstotkov svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja, če gre za netržne vrednostne papirje. V primeru vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi, pa ne smejo preseči meje desetih odstotkov. Predlog zakona postavlja bolj natančne in ostre meje.

4.2.8. Odkup lastnih delnic

Že nekaj časa si investicijske družbe želijo sprejetja člena o odkupu lastnih delnic. To je v novem predlogu končno omogočeno, a po mnenju družb za upravljanje približno štiri leta prepozno. Investicijska družba lahko pridobi lastne delnice neodplačno, odplačno pa zgolj pod določenimi pogoji:

- tržna cena mora biti manjša od 90 odstotkov njihove knjigovodske vrednosti,
- posel mora biti sklenjen na organiziranem trgu, na katerem se trguje s temi delnicami,

- nakupna cena ne sme biti višja od knjigovodske vrednosti delnic, zmanjšana za vse stroške, povezane z nakupom in pridobitvijo teh delnic,
- vsem delničarjem je treba omogočiti prodajo delnic pod enakimi pogoji,
- lastne delnice je treba umakniti.

4.2.9. Stroški in provizije

Pri provizijah, vstopnih, izstopnih in upravljaljskih ter preostalih vrstah stroškov na relaciji družba za upravljanje – investicijski sklad je vse prepuščeno delovanju konkurence. Omejitev ni, razen pri prehodnih določbah pri preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb v vzajemne sklade, kjer izstopni stroški ne smejo presegati enega odstotka zneska izplačil investicijskih kuponov, provizija za upravljanje pa ne sme biti višja od dveh odstotkov.

Res zanimiva določba, kajti sedaj vstopna in izstopna provizija pri vzajemnem skladu ne smeta skupaj presegati treh odstotkov, upravljaljska provizija družbe za upravljanje pa sme znašati dva odstotka od letne čiste povprečne vrednosti sredstev. Zanimive so po novem tudi določbe glede povračil stroškov, do katerih naj bi bila upravičena družba za upravljanje v zvezi z upravljanjem vzajemnega sklada. Upravičena bo lahko do:

- stroškov posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev na organiziranem trgu,
- stroškov za provizije, ki jih je treba plačati klirinško-depotni družbi,
- stroškov v plačilnem prometu,
- stroškov revidiranja,
- stroškov obveščanja imetnikov investicijskih kuponov,
- stroškov v zvezi s skrbniško banko,
- davkov in
- nadomestil za nadzor.

Sedaj mora namreč večino stroškov pokrivati družba za upravljanje.

4.2.10. Uprava

Investicijska družba bo po novem ostala brez uprave. Te obveznosti bo opravljala družba za upravljanje, ki bo vodila posle investicijske družbe in jo tudi zastopala. Investicijska družba bo imela nadzorni svet, ki poleg običajnih pristojnosti, ki jih ima nadzorni svet, tudi zastopa investicijsko družbo v razmerjih do družbe za upravljanje.

4.2.11. Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb

V predlogih in sejah o preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb je bilo veliko slišati o preozkih možnostih preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v investicijsko družbo ali holding, še več pa je bilo govora, ali dati možnost pooblaščenim investicijskim družbam, da se preoblikujejo tudi v vzajemne sklade, ali ne. Seveda bi moral predlagatelj določiti jasne postopke pri takšnem preoblikovanju. "Pri vzajemnih skladih glede naložb ni nobenih odpustkov, drugače bomo dobili nove hibride, ki jih imamo že več kot dovolj," je poudaril predsednik strokovnega sveta ATVP Miha Juhart (Toplak, 2001, str. 3). Opomnil je, da je

vprašanje, kakšen je sploh interes za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v vzajemni sklad, predvsem z vidika tržnosti naložb sedanjih pooblaščenih investicijskih družb.

Strokovni svet je podpiral tudi stališče združenja družb za upravljanje, da je preoblikovanje v investicijsko družbo ob zahtevi 90 odstotkov tržnih papirjev v portfelju sklada morda preostro, ter da bi veljalo razmisliti o tem, da se preoblikovanje izvede ob razmerju 60 proti 40 v korist tržnih naložb in da se določi daljše prehodno obdobje za povečevanje deleža tržnih naložb.

Veliko se je govorilo v korist pooblaščenih investicijskih družb, med drugim tudi, da bi bilo v prilagoditvenem obdobju morda smotno razmisliti o določilih o največji izpostavljenosti do izdajatelja in pooblaščenim investicijskim družbam omogočiti mehkejši prehod, kot ga je sprva določil predlog novega ZISDU.

Že različica predloga novega ZISDU je dovoljevala neposredno preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v vzajemne sklade. Ob morebitnem izstopu iz tako oblikovanega vzajemnega sklada pa zakonodajalec v predlogu ni uvedel tako imenovane kazenske izstopne provizije v višini 20 odstotkov, kot je bilo najprej rečeno, temveč naj bi ob izstopu obveljali največ dwoodstotna upravljavska provizija in največ enoodstotni izstopni stroški, in sicer v prvem letu od preoblikovanja. Predlog novega zakona je tudi določal, da fizične osebe vlagatelji v vzajemne sklade, zaprte sklade in pooblaščene investicijske družbe ne bi bili zavezanci za davek na kapitalski dobiček, s čimer naj bi spodbudili tovrstne naložbe.

Z novim zakonom lahko pooblaščena investicijska družba z delitvijo v investicijsko družbo in redno delniško družbo del premoženja odredi v vzajemni sklad ob dveh pogojih:

- če posamezni delničar pooblaščene investicijske družbe pridobi delež vseh investicijskih kuponov vzajemnega sklada, ki je enaka njegovemu deležu v osnovnem kapitalu pooblaščene investicijske družbe pred delitvijo,
- če izstopni stroški, določeni s pravili upravljanja vzajemnega sklada, niso višji od enega odstotka zneska izplačil investicijskih kuponov in provizija za upravljanje ni višja od dveh odstotkov.

Ob takšni delitvi pooblaščene investicijske družbe mora družba za upravljanje imetnikom izdati investicijske kupone vzajemnega sklada, in to v osmih dneh po vpisu delitve v sodni register. Za umik davka na kapitalski dobiček bomo morali še malo počakati, čeprav je pri potencialnih investitorjih po tej novosti kar precej povpraševanja.

V prvi uradno sprejeti različici zakona so jasno zapisane določbe, ki jih bodo morale upoštevati pooblaščene investicijske družbe pri njihovem preoblikovanju, vsekakor pa so jim močno popustili in jim tako preoblikovanje precej olajšali.

Pooblaščene investicijske družbe so institucionalno in vsebinsko neurejene in nedorečene institucije, njihova vloga privatizacijskih posrednikov se izteka, niso pa še finančni posrednik, saj upravljajo podjetja, čeprav bi morali upravljati predvsem portfelje. Pred njihovim preoblikovanjem je treba zapolniti privatizacijsko vrzel, saj neizrabljeni lastninski certifikati onemogočajo njihovo preoblikovanje v normalne finančne institucije. Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb postane aktualno, ko v svojih bilancah nimajo več certifikatov (Mramor, 2000, str. 432-439).

Naštete tri možnosti preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb niso izbrane samo zato, ker jih poznajo tudi v tujini, temveč zlasti zaradi narave naložb, kakršne imajo v svojem portfelju. Posledica preoblikovanja bo razdelitev naložb, investicijski skladi bodo prevzeli tržni portfelj in se bodo ukvarjali z njihovim upravljanjem, holdingi pa bodo upravljali podjetja, jih reorganizirali in restrukturirali ter še kako drugače povečevali njihovo vrednost.

Gre predvsem za vprašanje preoblikovanja v odprte in zaprte investicijske sklade. Bistvena razlika med obema oblikama skladov je v tem, kakšen izhod iz takih naložb imajo investitorji na voljo. Pri vzajemnih skladih lahko vlagatelj kadarkoli zahteva unovčenje investicijskih kuponov, pri investicijskih družbah pa ima investitor izhod samo prek trga vrednostnih papirjev, kjer lahko te delnice proda.

Preoblikovanje v vzajemne sklade bi bilo v trenutnih okoliščinah, ki smo jim priča v Sloveniji in brez ustrezne regulativne podpore, pogubno za vlagatelje in upravljavce. Razlogi za to so slaba likvidnost tržnega portfelja, splošno nezaupanje v sklade in davčni razlogi. Težko bi bilo ustaviti naval vlagateljev, ki bi s preoblikovanjem pooblaščenih investicijskih družb v vzajemne sklade dobili možnost unovčiti kupone po čisti vrednosti sredstev, ki je vsaj dvakrat večja od tržne cene. Obotavljanje države pri rešitvi privatizacijskega primanjkljaja, slabe izkušnje z Dadasom, upravljavske provizije in razočaranje delničarjev pa so le nekateri izmed vplivov, ki jih trg vgrajuje v cene delnic pooblaščenih investicijskih družb.

Na Češkem je potekala preobrazba zaprtih skladov v odprte ob ustrezni regulativi. Da bi preprečili likvidnostno izčrpavanje novo nastalih odprtih skladov, se je izstopna provizija iz 20-odstotne v prvem letu in 10-odstotne v drugem, šele v tretjem letu delovanja znižala na normalno raven. Uporabili so tudi druge ukrepe začasne narave, posledica vseh teh ukrepov pa je bilo naglo povečevanje relativnega deleža sredstev odprtih skladov. To bi bilo uporabno tudi za Slovenijo, čeprav so te ukrepe v predlogu zakona izpustili. Mogoče je s tem nakazano, naj gre razvoj pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji v smeri vzajemnih skladov.

4.2.12. Uskladitveni roki in kazni

In kako je z uskladitvami z novim zakonom? Novi, uradno sprejet predlog zakona je nekoliko milejši, kot so bili prvotni predlogi. Rok za uskladitev pri vzajemnih skladih in investicijskih družbah so podaljšali na 18 mesecev, medtem ko je predlog predvideval uskladitev v enem letu. Še nekoliko milejši so pri investicijskih družbah, ki so se oziroma se bodo preoblikovale iz pooblaščenih investicijskih družb. Prvih pet let imajo lahko naložbe v nepremičnine, netržni vrednostni papirji ne smejo presegati 40 odstotkov vrednosti premoženja (in ne 10), izpostavljenost posamezni osebi pa ne sme presegati 15 odstotkov vrednosti premoženja investicijske družbe.

Nekaj besed je treba izreči tudi o kaznih v primeru kršitve oziroma neupoštevanja novih pravil in zakona. Hujših kršitev družb za upravljanje je kar 59 in se kaznujejo od pet do 30 milijonov tolarjev. Mednje sodijo na primer:

- nesklentev pogodbe s skrbniško banko,
- opravljanje nedovoljenih poslov s skrbniško banko,

- neločitev premoženja investicijskega sklada od svojega premoženja in premoženja drugih skladov, ki jih upravlja,
- če premoženje sklada nalaga v nasprotju s pravili,
- če pridobi več kot pet odstotkov delnic kakšnega drugega sklada,
- če krši prepoved uporabe notranjih informacij,
- če nepravilno pridobi lastne delnice.

Lažje kršitve družbe za upravljanje se kaznujejo od poldrugega milijona tolarjev kazni. Predvidenih je 42. Za nepravilnosti bo kaznovana tudi skrbniška banka, kazni pa so enake kot pri družbah za upravljanje. Za hujšo kršitev se šteje:

- če banka ne zagotovi, da se čista vrednost sredstev izračunava po pravilih,
- če se z družbo za upravljanje sklene posel, katerega predmet je naložba investicijske družbe, za katerega opravlja skrbniške storitve,
- če pridobi delnice ali kupone sklada, za katerega opravlja skrbništvo.

4.2.13. Pripombe pri sprejemanju zakona

Parlamentarni odbor za finance je imel v prvem branju Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje za vlado tudi priporočila, kaj bi bilo mogoče v zakonu izboljšati. Vladi je priporočil, da naj do drugega branja v predlog vnese tudi ureditev drugih skladov, na primer denarnega sklada, sklada obveznic, mešanih skladov, pa tudi tveganih in nepremičninskih skladov (Toplak, 2001, str. 5). To je bila ena temeljnih pripomb, v sprejetem predlogu pa o tem sploh ni bilo izrečene besede, kar je zanimivo, če pogledamo, da se priključujemo evropskim standardom, kjer nimajo le treh vrst skladov. Po drugi strani je bila mogoče tema izpuščena namenoma, vsaj za zdaj. Vprašajmo se namreč, kako lahko uspe na primer denarnemu skladu na slovenskem trgu kapitala, kjer je kratkoročnih vrednostnih papirjev komaj dovolj za obstoječe institucije trga. Malo nas sicer lahko pomiri misel na odpiranje in globalizacijo, a vendar: ali nameravajo institucije z majhnimi denarji v tujino?

Združenje družb za upravljanje je med drugim predlagalo, da se natančneje opredelijo odnosi med družbo za upravljanje in skrbniško banko, glede preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb pa se zavzemajo za podaljšanje roka njihovega preoblikovanja. Nov zadnji rok za preoblikovanje naj bi bil tri leta od zamenjave vseh certifikatov, kar pomeni, da je zdaj časa za preoblikovanje le še dobro leto. Zavzemajo se tudi za podaljšanje roka za uskladitev naložb.

SKLEP

V nalogi sem podala analizo, gibanje in predvsem trenutno stanje investicijskih skladov in družb za upravljanje v Sloveniji ter njihov pomen za slovenski trg kapitala v prihodnosti.

Ugotovila sem, da so bile razmere v letih nastanka Ljubljanske borze in prvih zametkov investicijskih skladov v Sloveniji, ki segajo v leto 1992, ko se je pojavil prvi vzajemni sklad Galileo, precej obetajoče za družbe za upravljanje in za same investitorje. Vladale so razmere lastninjenja podjetij in razdeljevanja certifikatov prebivalcem, zaradi česar so bili ustanovljeni tudi posebni pooblaščen investicijski skladi, ki sedaj močno izgublajo pomen in so v fazi preoblikovanja. Trg je bil še v povojih, to so bili časi poskusov špekulacij na trgu vrednostnih papirjev, edinstven primer špekulacij je primer Dadas, ki je pustil poseben pečat vzajemnim skladom.

Slovenski investitorji še vedno niso pripravljeni vlagati v vzajemne sklade, čeprav ti igrajo pomembno vlogo na področju investicij in gospodarstva. Pomembnejši postajajo tudi zaradi pokojninske reforme in naj bi v prihodnosti prevzeli pomemben delež prihrankov. Gibanje števila vlagateljev v vzajemne sklade se sicer nagiba v pozitivno smer, a ne s tako hitrostjo, kot bi si želeli, na kar vpliva predvsem njihova donosnost. Drugače se je gibala donosnost investicijskih skladov, katerih rast je povezana z gibanji tečajev delnic na organiziranem trgu. Ugotoviti je sorazmernost med donosnostjo vzajemnih skladov in gibanjem indeksa SBI, pri čemer je potrebno upoštevati, da indeks SBI zanemarja dividendo delnic, ki so vanj vključene, in da so delnice, vključene v SBI, le del vrednostnih papirjev, ki jih imajo med naložbami vzajemni skladi, ter da ne SBI ne VEP ne upoštevata stroškov posameznega vlagatelja.

Glede na razvoj, globalizacijo in priključevanje Slovenije v Evropsko unijo ne smemo spregledati pomembnosti prihajajočega novega zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki pomeni uskladitev s pravnim redom Evropske unije. Zakon bo prinesel ogromno sprememb v slovenske razmere, med pomembnejše spada možnost opravljanja dodatnih nalog družb za upravljanje in povečanje njihovega osnovnega kapitala, še večjo utež pomembnosti zakona pa daje poglavje o povezovanju s tujino. Sodelovanje pomeni večjo konkurenco in boj za obstoj. Vsaka družba za upravljanje bo morala imeti banko skrbnico, ki naj bi skrbela za pravilno poslovanje in odpravo nepravilnosti.

Preobrat bo prinesel tudi zakon, s katerim bodo obdavčene obresti na bankah. To bo najverjetneje pomenilo preusmeritev prihrankov prebivalstva iz bank v druge naložbene oblike, predvsem v vzajemne sklade. Znova se bo vzpostavilo zaupanje vanje in družbe za upravljanje bodo postale pomembnejše. Pričakovati je skrajšanje dobe plačila davka na dobiček oziroma njegovo odpravo, kar bo še dodatna vzpodbuda za vlagatelje za vložek na borzo. Denar se bo obračal in zadovoljena bo želja države po gospodarskem razvoju. Investicije so ena ključnih postavk države, ki je vključena v merjenje bruto domačega proizvoda, s katerim se meri bogastvo države. Slovenija ima tako odlične možnosti približevanja bolj razvitim državam Evropske skupnosti.

Slovenski trg kapitala se intenzivno pripravlja na preobrat, ki se ne bo zgodil samo na področju investicijskih skladov, ampak na celotnem gospodarskem področju. Ni več vprašanje, ali se bo to zgodilo, vprašanje je le, za koliko let smo se zmotili pri napovedih.

LITERATURA

1. Bergelj France: Računovodske rešitve v vzajemnih skladih. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 46 str.
2. Carić Sandra, Humar Dekleva Bojana: Slovenske delnice na zagrebški borzi. Finance, Ljubljana, 21. 08. 2001, str. 3.
3. Čanžek Ludvik: EU za borzo blagodejna. Finance, Ljubljana, 16. 07. 2001, str. 3.
4. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra : Temelji bančništva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
5. Grgič Maja: Pičla rast premoženja. Delo, Ljubljana, 10. 06. 2001, str. 8.
6. Kocuvan Promož: Pida in vzajemni sklad Probanke vsak po svoje. Finance, Ljubljana, 18. 05. 2001, str. 10.
7. Kovač Stanislav: Zamolčane zgodbe slovenske tranzicije. Ljubljana : Založba mladinska knjiga, 1997. 266 str.
8. Lubej Samo: Kaj ponujajo vzajemni skladi v svetu. Podjetnik, Ljubljana, oktober 1999, str. 58.
9. Mishkin S. Friederic: The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Addison Wesley World Student Series, 2001. 737 str.
10. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
11. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
12. Prohaska Zdenko: Izvedensko ekonomsko mnenje v zvezi s parlamentarno preiskavo o vzrokih, okoliščinah in posledicah porušitve kapitalskega trga v marcu 1996 in uresničevanju zakonskih obveznosti Agencije za trg vrednostnih papirjev. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 45 str.
13. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I (Denar, finančne institucije in denarna politika). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
14. Saunders Anthony: Financial Institutions Management, A modern perspective. McGraw – Hill, 2000. 742 str.
15. Toplak Simona: Pogled na ZISDU pred prvo parlamentarno obravnavo. Finance, Ljubljana, 03. 05. 2001, str. 6.
16. Toplak Simona: Predlog ZISDU potrebuje le malo lišpa. Finance, Ljubljana, 08. 06. 2001, str. 5.
17. Toplak Simona: ATVP za milejša pravila pri preoblikovanju pidov. Finance, Ljubljana, 30. 03. 2001, str. 3).
18. Zmagaj Peter: Ali je vzajemni sklad tudi zame. Finance, Ljubljana, 25. 04. 2001, str.7.
19. Zorman Gašper: Vzajemci: Kako so poslovali v prvem polletju. Delničar, Ljubljana, 22. 07. 2001, str. 6.
20. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne) uspeh in za koga. Postojna : Dej, 1999. 419 str.

VIRI

1. Bilten Ljubljanske borze. Ljubljana : Ljubljanska borza, 11(2001), 20, 28 str.
2. Družbe za upravljanje. [URL: <http://www.zdu-giz.si>], Združenje družb za upravljanje, 12. 07. 2001.
3. Fund Research. [URL: <http://www.morningstar.com/Cover/Funds.html?hnav=fundsCvr>], Morningstar, 19. 07. 2001.
4. Gospodarske novice. [URL: <http://www.24ur.com>], 24 ur novice, 28. 08. 2001.

5. Letno poročilo. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001, 139 str.
6. Obrazec VS/D. Ljubljana : Ilirika DZU, d. o. o., 03. 09. 2001.
7. Podatki o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. [URL: <http://www.zdu-giz.si>], Združenje družb za upravljanje, 06. 07. 2001.
8. Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Vlada Republike Slovenije, Ljubljana, 19. 04. 2001).
9. Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001 (v 1.000 SIT in v %). Finance, 13. 09. 2001, str. 6.
10. Trg vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/PrvaStr/PrvaStr.asp>], Ljubljanska borza, 26. 06. 2001.
11. Vzajemni skladi. [URL: <http://www.finance-on.net/skladi.php>], Finance, 03. 08. 2001.
12. Vzajemni skladi. [URL: <http://www.vzajemci.com>], Vzajemni skladi, 05. 08. 2001.
13. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94).
14. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 25/97).

PRILOGA 1: Donosi vzajemnih skladov na dan 03. 09. 2001

- Stanje na določen datum predstavlja VEP vzajemnega sklada po borznih tečajih tistega dne, enako kot pri časopisnih objavah, in se običajno uporablja kot veljavna obračunska vrednost za *naslednji* dan. Oznaka "NP" pomeni, da določen podatek ni na voljo.
- "6 mes.", "12 mes." in "36 mes." je donosnost skladov v zadnjih 6, 12 oziroma 36 mesecih.
- "36 mes. letno" je povprečni letni donos v zadnjih 36 mesecih po obrestno-obrestnem računu.
- Povezave v tabeli vodijo k lastnim stranem posameznih skladov in upravljalcev, kjer teh ni, pa na podstrani Združenja družb za upravljanje.

Sklad	DZU	VEP (SIT)	št. enot	Ta dan	6 mes.	12 mes.	36 mes.	36 mes. letno
Alfa	Probanka DZU	5.120,21	168.709,85	1,75%	16,34%	29,10%	88,40%	23,51%
SPD	KBM Infond	228,18	452.345,09	0,78%	15,48%	25,53%	55,37%	15,82%
Rastko	Kmečka DZU	2.448,03	799.362,36	0,99%	14,53%	19,08%	54,16%	15,52%
Pika	Primorski skladi	3.089,12	75.372,00	0,30%	11,83%	17,96%	51,19%	14,77%
Delniški	KBM Infond	203,48	346.513,10	0,99%	17,71%	30,87%	49,73%	14,40%
Galileo	Kmečka DZU	1.009,46	5.682.470,99	1,26%	17,95%	21,98%	47,03%	13,71%
Hrast	KBM Infond	3.230,15	93.117,47	0,83%	12,71%	17,03%	46,63%	13,61%
Vipek	Avip DZU	40.347,45	12.058,00	0,41%	13,72%	21,25%	43,50%	12,79%
LBM Piramida	LB Maksima	28.481,76	15.952,00	0,30%	9,45%	14,93%	41,62%	12,30%
KD Bond	Kmečka DZU	2.003,78	94.887,56	0,13%	5,87%	11,55%	41,60%	12,29%
Polžek	Abančna	437,67	686.295,00	-0,03%	12,25%	16,54%	38,79%	11,55%
Modra kombinacija	Ilirika DZU	316,87	690.515,00	0,47%	10,13%	16,14%	38,25%	11,40%
Zajček	Abančna	476,60	691.812,00	0,09%	12,74%	17,83%	35,85%	10,75%
Sova	Abančna	107,34	3.505.231,00	-0,01%	4,97%	NP	NP	NP
Skala	Krekova DZU	6.907,72	68.279,96	0,28%	NP	NP	NP	NP
Živa	Primorski skladi	1.200,36	165.799,00	0,62%	17,71%	23,28%	NP	NP
Renta	Triglav DZU	1.243,43	100.484,00	0,25%	10,67%	16,94%	NP	NP

Sklad	DZU	VEP (SIT)	št. enot	Ta dan	6 mes.	12 mes.	36 mes.	36 mes. letno
Alfa	Probanka DZU	5.120,21	168.709,85	1,75%	16,34%	29,10%	88,40%	23,51%
Galileo	Kmečka DZU	1.009,46	5.682.470,99	1,26%	17,95%	21,98%	47,03%	13,71%
Rastko	Kmečka DZU	2.448,03	799.362,36	0,99%	14,53%	19,08%	54,16%	15,52%
Delniški	KBM Infond	203,48	346.513,10	0,99%	17,71%	30,87%	49,73%	14,40%
Hrast	KBM Infond	3.230,15	93.117,47	0,83%	12,71%	17,03%	46,63%	13,61%
SPD	KBM Infond	228,18	452.345,09	0,78%	15,48%	25,53%	55,37%	15,82%
Živa	Primorski skladi	1.200,36	165.799,00	0,62%	17,71%	23,28%	NP	NP
Modra kombinacija	Ilirika DZU	316,87	690.515,00	0,47%	10,13%	16,14%	38,25%	11,40%
Vipek	Avip DZU	40.347,45	12.058,00	0,41%	13,72%	21,25%	43,50%	12,79%
LBM Piramida	LB Maksima	28.481,76	15.952,00	0,30%	9,45%	14,93%	41,62%	12,30%
Pika	Primorski skladi	3.089,12	75.372,00	0,30%	11,83%	17,96%	51,19%	14,77%
Skala	Krekova DZU	6.907,72	68.279,96	0,28%	NP	NP	NP	NP
Renta	Triglav DZU	1.243,43	100.484,00	0,25%	10,67%	16,94%	NP	NP
KD Bond	Kmečka DZU	2.003,78	94.887,56	0,13%	5,87%	11,55%	41,60%	12,29%
Zajček	Abančna	476,60	691.812,00	0,09%	12,74%	17,83%	35,85%	10,75%
Polžek	Abančna	437,67	686.295,00	-0,03%	12,25%	16,54%	38,79%	11,55%
Sova	Abančna	107,34	3.505.231,00	-0,01%	4,97%	NP	NP	NP

Vir: Vzajemni skladi, 2001.

PRILOGA 2: Obrazec VS/D

Družba za upravljanje:	<u>Ilirika DZU, d.o.o.</u>
Vzajemni sklad:	<u>MODRA KOMBINACIJA</u>
Datum:	<u>03. 09. 2001</u>

Vrednost enote premoženja:	316,87	SIT
Sprememba VEP v tekočem dnevu	0,47	%
Sprememba VEP v zadnjih 6 mesecih	10,13	%
Sprememba VEP v zadnjih 12 mesecih	16,14	%
Sprememba VEP v zadnjih 36 mesecih	38,25	%
Število enot v obtoku:	690.515	enot
Najvišja vstopna provizija	1,4	%
Najvišja izstopna provizija	1,4	%

Opomba:

Za resničnost in popolnost navedenih podatkov odgovarja:

Prokurist Matej Tomažin

Žig DZU

Kraj in datum: Ljubljana, 03.09.2001

MODRA KOMBINACIJA 1 od 1

Vir: Obrazec VS/D, 2001.

**PRILOGA 3A: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001
(v 1.000 SIT in v %)**

DZU	ABANČNA DZU					
	Polžek		Zajček		Sova	
vzajemni sklad						
1. Denarna sredstva	4,579	1.51	12,142	3.63	437	0.12
2. Terjatve	9,251	3.05	13,373	4.00	2,470	0.66
3. Kratkoročni vrednostni papirji					66,932	17.81
3.1. Republike Slovenije					66,932	17.81
3.2. Banke Slovenije						
3.3. Drugi domači						
3.4. Tuji						
4. Dolgoročni vrednostni papirji skupaj	269,244	88.94	303,725	90.87	221,042	58.81
4.1. Domači skupaj	269,244	88.94	303,725	90.87	221,042	58.81
4.1.1. Obveznice skupaj	76,562	25.26	22,259	6.66	221,042	58.81
4.1.1.1. Republike Slovenije	15,893	5.24			141,734	37.71
4.1.1.2. Druge Obveznice	60,669	20.02	22,259	6.66	79,308	21.10
4.1.2. Delnice skupaj	192,682	63.58	281,465	84.21		
4.1.2.2. Na organiziranem trgu VP	177,528	58.58	265,046	79.30		
4.1.2.2. Na neorganiziranem trgu VP	15,155	5.00	16,419	4.91		
4.2. Tuji skupaj						
4.2.1. Obveznice						
4.2.1. 1. Državne						
4.2.1.2. Druge						
4.2.2. Delnice						
5. Ostali vrednostni papirji						
6. Depoziti v banki in DFO	20,000	6.60	5,000	1.50	85,000	22.61
7. Nepremičnine						
8. Naizkoriščeni lastniški certifikati						
9. SKUPAJ 1., 2., 3., 4., 5., 6., 7. in 8.	303,074	100.00	334,240	100.00	375,879	100.00
10. Skupaj brez lastninskih certifikatov (9.-8.)						

Vir: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001 (v 1.000 SIT in v %), 2001.

**PRILOGA 3B: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001
(v 1.000 SIT in v %)**

DZU	PROBANKA		KREKOVA DRUŽBA		VIZIJA	
vzajemni sklad	Alfa		Skala		Dolenjski VS	
1. Denarna sredstva	29,746	3.42	7,519	1.59	543	0.51
2. Terjatve	1,859	0.21	4,737	1.00	12,126	11.40
3. Kratkoročni vrednostni papirji	60,151	6.92				
3.1. Republike Slovenije	60,151	6.92				
3.2. Banke Slovenije						
3.3. Drugi domači						
3.4. Tuji						
4. Dolgoročni vrednostni papirji skupaj	755,455	86.87	437,937	92.69	71,583	67.29
4.1. Domači skupaj	755,455	86.87	437,937	92.69	71,583	67.29
4.1.1. Obveznice skupaj	296,709	34.12	53,066	11.23	35,060	32.96
4.1.1.1. Republike Slovenije	30,821	3.54			13,217	12.42
4.1.1.2. Druge Obveznice	265,746	30.58	53,066	11.23	21,843	20.53
4.1.2. Delnice skupaj	458,746	52.75	384,871	81.45	36,523	34.33
4.1.2.2. Na organiziranem trgu VP	438,745	50.45	384,871	81.45	36,523	34.33
4.1.2.2. Na neorganiziranem trgu VP	20,001	2.30				
4.2. Tuji skupaj						
4.2.1. Obveznice						
4.2.1.1. Državne						
4.2.1.2. Druge						
4.2.2. Delnice						
5. Ostali vrednostni papirji						
6. Depoziti v banki in DFO	22,397	2.58	22,306	4.72	22,126	20.80
7. Nepremičnine						
8. Naizkoriščeni lastniški certifikati						
9. SKUPAJ 1., 2., 3., 4., 5., 6., 7. in 8.	869,608	100.00	472,499	100.00	106,378	100.00
10. Skupaj brez lastninskih certifikatov (9.-8.)	869,608	100.00			106,378	100.00

Vir: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001 (v 1.000 SIT in v %), 2001.

PRILOGA 3C: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001
(v 1.000 SIT in v %)

DZU	KBM INFOND					
	VS Hrast		VS SPD		VS Delniški	
vzajemni sklad						
1. Denarna sredstva	9,085	3.02	9,976	9.68	5,593	7.88
2. Terjatve	4,869	1.62	973	0.94	56	0.08
3. Kratkoročni vrednostni papirji						
3.1. Republike Slovenije						
3.2. Banke Slovenije						
3.3. Drugi domači						
3.4. Tuji						
4. Dolgoročni vrednostni papirji skupaj	260,617	86.71	84,591	82.10	61,865	87.12
4.1. Domači skupaj	260,617	86.71	84,591	82.10	61,865	87.12
4.1.1. Obveznice skupaj	25,073	8.34	9,578	9.30	6,456	9.09
4.1.1.1. Republike Slovenije	875	0.29				
4.1.1.2. Druge Obveznice	24,198	8.05	9,578	9.30	6,456	9.09
4.1.2. Delnice skupaj	235,544	78.37	75,013	72.80	55,409	78.03
4.1.2.2. Na organiziranem trgu VP	233,650	77.74	73,176	71.02	53,994	76.03
4.1.2.2. Na neorganiziranem trgu VP	1,894	0.63	1,837	1.78	1,415	1.99
4.2. Tuji skupaj						
4.2.1. Obveznice						
4.2.1.1. Državne						
4.2.1.2. Druge						
4.2.2. Delnice						
5. Ostali vrednostni papirji						
6. Depoziti v banki in DFO	26,000	8.65	7,500	7.28	3,500	4.93
7. Nepremičnine						
8. Naizkoriščeni lastniški certifikati						
9. SKUPAJ 1., 2., 3., 4., 5., 6., 7. In 8.	300,571	100.00	103,040	100.00	71,014	100.00
10. Skupaj brez lastninskih certifikatov (9.-8.)	300,571	100.00	103,010	100.00	71,014	100.00

Vir: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001 (v 1.000 SIT in v %), 2001.

**PRILOGA 3D: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001
(v 1.000 SIT in v %)**

DZU	ILIRIKA DZU		AVIP		TRIGLAV	
vzajemni sklad	Modra kombinacija		VS Vipek		Triglav Renta	
1. Denarna sredstva	6,472	2.97	1,927	0.40	5,876	4.70
2. Terjatve	1,412	0.65	3,608	0.74	2,468	1.97
3. Kratkoročni vrednostni papirji	12,197	5.59				
3.1. Republike Slovenije	12,197	5.59				
3.2. Banke Slovenije						
3.3. Drugi domači						
3.4. Tuji						
4. Dolgoročni vrednostni papirji skupaj	198,086	90.80	479,796	98.86	106,763	85.34
4.1. Domači skupaj	198,086	90.80	479,796	98.86	106,763	85.34
4.1.1. Obveznice skupaj	37,796	17.32	154,446	31.82	53,772	42.98
4.1.1.1. Republike Slovenije	17,570	8.05	103,925	21.41	32,443	25.93
4.1.1.2. Druge Obveznice	20,227	9.27	50,521	10.41	21,329	17.05
4.1.2. Delnice skupaj	160,290	73.47	325,350	67.04	52,991	42.36
4.1.2.2. Na organiziranem trgu VP	160,290	73.47	318,635	65.65	45,261	36.18
4.1.2.2. Na neorganiziranem trgu VP			6,715	1.38	7,730	6.18
4.2. Tuji skupaj						
4.2.1. Obveznice						
4.2.1. 1. Državne						
4.2.1.2. Druge						
4.2.2. Delnice						
5. Ostali vrednostni papirji						
6. Depoziti v banki in DFO					10,000	7.99
7. Nepremičnine						
8. Naizkoriščeni lastniški certifikati						
9. SKUPAJ 1., 2., 3., 4., 5., 6., 7. In 8.	218,167	100.00	485,331	100.00	125,107	100.00
10. Skupaj brez lastninskih certifikatov (9.-8.)	218,167	100.00			125,107	100.00

Vir: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001 (v 1.000 SIT in v %), 2001.

**PRILOGA 3E: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001
(v 1.000 SIT in v %)**

DZU	KMEČKA DRUŽBA					
	Galileo		Rastko		KD Bond	
vzajemni sklad						
1. Denarna sredstva	10,295	0.18	13,987	0.72	6,171	3.24
2. Terjatve	44,902	0.79	18,933	0.98	10	0.01
3. Kratkoročni vrednostni papirji	275,965	4.87	96,197	4.96	9,521	5.00
3.1. Republike Slovenije	275,965	4.87	95,197	4.96	9,521	5.00
3.2. Banke Slovenije						
3.3. Drugi domači						
3.4. Tuji						
4. Dolgoročni vrednostni papirji skupaj	5,333,387	94.16	1,809,856	93.34	174,864	91.75
4.1. Domači skupaj	5,212,566	92.02	1,804,036	93.04	174,864	91.75
4.1.1. Obveznice skupaj	57,042	1.00	2,043	0.10	139,761	73.34
4.1.1.1. Republike Slovenije	129				42,808	22.46
4.1.1.2. Druge Obveznice	56,913	1.00	2,043	0.10	96,953	50.88
4.1.2. Delnice skupaj	5,155,524	91.02	1,801,993	92.94	35,102	18.41
4.1.2.2. Na organiziranem trgu VP	5,155,524	91.02	1,797,305	92.69	35,102	18.41
4.1.2.2. Na neorganiziranem trgu VP			4,688	0.25		
4.2. Tuji skupaj	120,821	2.14	5,820	0.30		
4.2.1. Obveznice						
4.2.1. 1. Državne						
4.2.1.2. Druge						
4.2.2. Delnice	120,821	2.14	5,820	0.30		
5. Ostali vrednostni papirji						
6. Depoziti v banki in DFO						
7. Nepremičnine						
8. Naizkoriščeni lastniški certifikati						
9. SKUPAJ 1., 2., 3., 4., 5., 6., 7. In 8.	5,664,549	100.00	1,938,973	100.00	190,566	100.00
10. Skupaj brez lastninskih certifikatov (9.-8.)						

Vir: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001 (v 1.000 SIT in v %), 2001.

**PRILOGA 3F: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001
(v 1.000 SIT in v %)**

DZU	LB MAKSIMA		PRIMORSKI SKLADI			
	LBM Piramida		Pika		Živa	
vzajemni sklad						
1. Denarna sredstva	6,949	1.53	535	0.23	934	0.47
2. Terjatve	255	0.06	2,903	1.25	3,513	1.78
3. Kratkoročni vrednostni papirji						
3.1. Republike Slovenije						
3.2. Banke Slovenije						
3.3. Drugi domači						
3.4. Tuji						
4. Dolgoročni vrednostni papirji skupaj	410,614	90.48	217,837	93.64	182,435	92.19
4.1. Domači skupaj	410,614	90.48	217,837	93.64	182,435	92.19
4.1.1. Obveznice skupaj	234,492	51.67	124,400	53.47		
4.1.1.1. Republike Slovenije	131,840	29.05	36,945	15.88		
4.1.1.2. Druge Obveznice	102,652	22.62	87,455	37.59		
4.1.2. Delnice skupaj	176,123	38.81	93,437	40.16	182,435	92.19
4.1.2.2. Na organiziranem trgu VP	176,123	38.81	93,437	40.16	182,435	92.19
4.1.2.2. Na neorganiziranem trgu VP						
4.2. Tuji skupaj						
4.2.1. Obveznice						
4.2.1. 1. Državne						
4.2.1.2. Druge						
4.2.2. Delnice						
5. Ostali vrednostni papirji						
6. Depoziti v banki in DFO	36,000	7.93	11,358	4.88	11,000	5.56
7. Nepremičnine						
8. Naizkoriščeni lastniški certifikati						
9. SKUPAJ 1., 2., 3., 4., 5., 6., 7. In 8.	453,819	100.00	232,633	100.00	197,882	100.00
10. Skupaj brez lastninskih certifikatov (9.-8.)	453,819	100.00	232,633	100.00	197,882	100.00

Vir: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 08. 2001 (v 1.000 SIT in v %), 2001.