

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**VZAJEMNI SKLADI – ALTERNATIVA VARČEVANJA V
PRIHODNOSTI**

Ljubljana, oktober 2002

MATEJA BOŽIČ

IZJAVA

Študent/ka Mateja Božič izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom dr. Boštjana Jazbeca , in dovolim objavo tega diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 15. oktobra 2002.

Podpis:

KAZALO

UVOD.....	1
1. TRG KAPITALA.....	2
1.1. OPREDELITEV TRGA KAPITALA.....	2
1.2. FINANČNE INSTITUCIJE.....	3
2. INVESTICIJSKI SKLADI.....	5
2.1. POMEN INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	5
2.2. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	6
2.3. VZAJEMNI SKLADI (V SLOVENIJI).....	10
2.3.1. <i>Opredelitev vzajemnih skladov.....</i>	10
2.3.2. <i>Nastanek in razvoj.....</i>	11
2.3.3. <i>Zgodba o vzponu in padcu Dadasa.....</i>	12
2.3.4. <i>Klasifikacija vzajemnih skladov.....</i>	14
2.3.5. <i>Zakonska opredelitev vzajemnih skladov in DZU v Sloveniji.....</i>	15
2.4. OCENA STANJA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI.....	16
2.5. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE....	19
2.5.1. <i>Prednosti investiranja v vzajemne sklade.....</i>	19
2.5.2. <i>Slabosti investiranja v vzajemne sklade.....</i>	22
2.6. VREDNOST PREMOŽENJA IN DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV..	23
2.6.1. <i>Metoda povprečnega stroška (MPS) oziroma Cost Average</i>	
<i>Effect.....</i>	24
2.7. KATERI VZAJEMNI SKLAD JE USPEŠEN OZIROMA KAKO IZBRATI	
PRIMEREN VZAJEMNI SKLAD.....	25
3. VARČEVANJE.....	27
3.1. POPULARNOST VARČEVANJA V VZAJEMNIH SKLADIH.....	28
3.1.1. <i>Zakaj naj bi se odločili za varčevanje v vzajemnih skladih?.....</i>	29
3.1.2. <i>Primerjava varčevanja v vzajemnih skladih z drugimi oblikami</i>	
<i>varčevanja.....</i>	30
3.1.1. <i>Teoretični primer različnih oblik varčevanja.....</i>	31
3.2. POKOJNINSKO VARČEVANJE.....	32
4. PRIHODNOST VZAJEMNIH SKLADOV.....	34
4.1. Z NOVIM ZAKONOM NOVE NALOŽBENE OBLIKE.....	35

4.1.1.	<i>Novosti, ki jih prinaša novi predlog ZISDU.....</i>	35
4.2.	PREOBLIKOVANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB.....	36
4.2.1.	<i>Možne oblike preoblikovanja PID-ov.....</i>	37

SKLEP.....	39
-------------------	-----------

LITERATURA.....	41
------------------------	-----------

VIRI.....	42
------------------	-----------

PRILOGA

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

UVOD

Vzajemni skladi so pri nas nova, v svetu pa že davno uveljavljena in dobičkonosna industrija. Če se po večini drugih ekonomskih in finančnih kriterijev že lahko primerjamo z ekonomsko šibkejšimi članicami EU in smo precej pred večino kandidatk za vstop v EU, se po drugi strani ne moremo ponašati z obsegom varčevanja in plemenitenja kapitala v vzajemnih skladih. Z vključitvijo Slovenije v EU bo slovenski trg vrednostnih papirjev postal sestavni del evropskega trga vrednostnih papirjev, kar bo ublažilo težave, ki jih povzroča njegova majhnost.

V zadnjem času postajajo vedno bolj pomembnejše družbe za upravljanje, ki se ustanovijo izključno za upravljanje vzajemnih skladov. Pomembni so predvsem vzajemni skladi, ki v zadnjem času vedno bolj predstavljajo alternativno obliko varčevanju, predvsem zaradi donosnosti, ki naj bi bila večja v primerjavi z bančnimi vlogami in ostalimi oblikami varčevanja.

Namen mojega diplomskega dela je primerjava med vzajemnimi skladi v Sloveniji in predstavitev vzajemnih skladov (nastanek in trenutno stanje vzajemnih skladov) kot vedno bolj privlačno obliko varčevanja in z njimi povezane prednosti in slabosti investiranja v omenjeno obliko varčevanja ter med seboj primerjati do sedaj priljubljene oblike varčevanja. Cilj mojega diplomskega dela je ugotoviti prednosti in slabosti takega investiranja ter možne smeri razvoja vzajemnih skladov v prihodnosti.

Svojo diplomsko delo sem razdelila na poglavja. V prvem poglavju sem prikazala delitev trga kapitala v Sloveniji ter delitev finančnih institucij po različnih kriterijih. V drugem poglavju sem se osredotočila na vzajemne sklade v Sloveniji, predvsem na njihov nastanek oziroma njihovo zgodovino, razvoj in samo delitev vzajemnih skladov. Primerjala sem tudi uspešnost med njimi, poleg tega sem pokazala prednosti in slabosti investiranja v vzajemne sklade. Naslednje poglavje sem namenila varčevanju v vzajemnih skladih, poleg tega sem primerjala varčevanje v vzajemnih skladih z drugimi oblikami varčevanja (bančne vloge, zavarovalnice, nepremičnine, PID-i). Zraven sem podala tudi teoretični primer vlaganj v različne naložbe. V zadnjem času postaja vedno bolj zanimivo tudi pokojninsko varčevanje, zato sem nekaj prostora namenila tudi tej temi. V zadnjem poglavju sem opredelila novosti na področju vzajemnih skladov, predvsem zaradi novega prihajajočega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Nekaj prostora na koncu sem namenila vzajemnim skladom v prihodnosti, predvsem zaradi vedno bolj zanimive tematike v zadnjem času.

Varčevanje v vzajemnih skladih predstavlja dolgoročno naložbeno obliko, ki je primerna za vsakogar, ki je pripravljen sprejeti določeno mero tveganja in svoj denar oziroma prihranke zaupati v upravljanje strokovnjakom v družbah za upravljanje, ki poznajo trg in ki natančno analizirajo poslovanje podjetij. Slovenski vlagatelji so še vedno nezaupljivi v tako obliko varčevanja, predvsem zaradi preteklih nezakonitih dogodkov s strani

poslovanja vzajemnih skladov, ki jih je upravljala družba Proficia Dadas. Nezaupanje v vzajemne sklade so dodatno krepile tudi nekatere slabosti in nepravilnosti pri poslovanju nekaterih PID-ov, poleg tega je davčni sistem nenaklonjen vlaganju v vzajemne sklade. Zaradi tega je v zadnjih letih še vedno prevladovalo varčevanje v bankah in še vedno prevladuje. V zadnjem letu so opazne spremembe na tem področju, kar je vidno tudi v statističnih podatkih, saj se število varčevalcev in število sredstev v vzajemne sklade povečuje. Zahvala za to gre predvsem visokim donosom, ki jih izkazujejo vzajemni skladi in zniževanju obrestnih mer v bankah. Z novim zakonom se nam obetajo številčne novosti na področju delovanja vzajemnih skladov in z njimi povezane kakovostne spremembe, ki bi dodatno povečale zaupanje v vzajemne sklade.

1. TRG KAPITALA

1.1. OPREDELITEV TRGA KAPITALA

Zavedati se moramo, da je stopnja razvitosti finančnega trga v Sloveniji še vedno manjša od drugih razvitih gospodarstev in ekonomij, je pa opaziti izboljšanje, na kar nas spominjajo vedno večje vsote prihrankov prebivalstva in nove oblike varčevanja oziroma naložbene oblike, ki jih povzemamo od tujih trgov.

Osnovni razlog za obstoj financ je, v dejstvu, da so gospodarske celice predvsem s finančnim presežkom ali s finančnim primanjkljajem (Ribnikar, 1999, str. 155).

V zvezi s financami govorimo o finančnem trgu ali o finančnih trgih kot mehanizmu, ki omogoča prenos finančnih presežkov od celic s finančnimi presežki na celice s finančnimi primanjkljaji.

Finančni trg, ki predstavlja skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih, se v najširšem smislu deli na denarni trg in trg kapitala. Trg kapitala tako v širšem smislu razdelimo na trg dolgoročnih posojil in na trg vrednostnih papirjev (Prohaska, 1999, str. 11).

Pri **trgu dolgoročnih posojil** gre za dolgoročna posojila in za trajna posojila. Gre za bilateralne kreditne odnose. Na drugi strani pa imamo **trg vrednostnih papirjev**, ki se nadalje deli na **primarni in sekundarni trg** (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 2). Na primarnem trgu trgujemo z novo izdanimi vrednostnimi papirji, tako imenovanimi emisijskimi vrednostnimi papirji. To so vrednostni papirji, ki so prvič izdani, izdajatelji pa si pri izdaji pomagajo s pomočjo oziroma s posredništvom finančnih institucij.

Na sekundarnem trgu se izvaja prodaja oziroma nakup vrednostnih papirjev in s tem povezana menjava lastništva. Tu gre predvsem za:

- državne obveznice in obveznice občin,
- dolgoročne obveznice,
- delnice podjetij.

Sekundarni trg postaja v Sloveniji vedno bolj zanimiv, predvsem zaradi drugačnih, novih oblik varčevanja. Cena vrednostnega papirja se določa na trgu, je tržna in sicer glede na samo ponudbo in povpraševanje po njih, v ozadju pa je pričakovana donosnost podjetij pri delnicah oziroma pričakovanja o tržni obrestni meri pri obveznicah. Vsi posli se vršijo na borzi, ki je oziroma predstavlja institucijo sekundarnega trga. Vemo, da poslovanje »na parketu« ne obstaja več, trgovanje z vrednostnimi papirji poteka elektronsko.

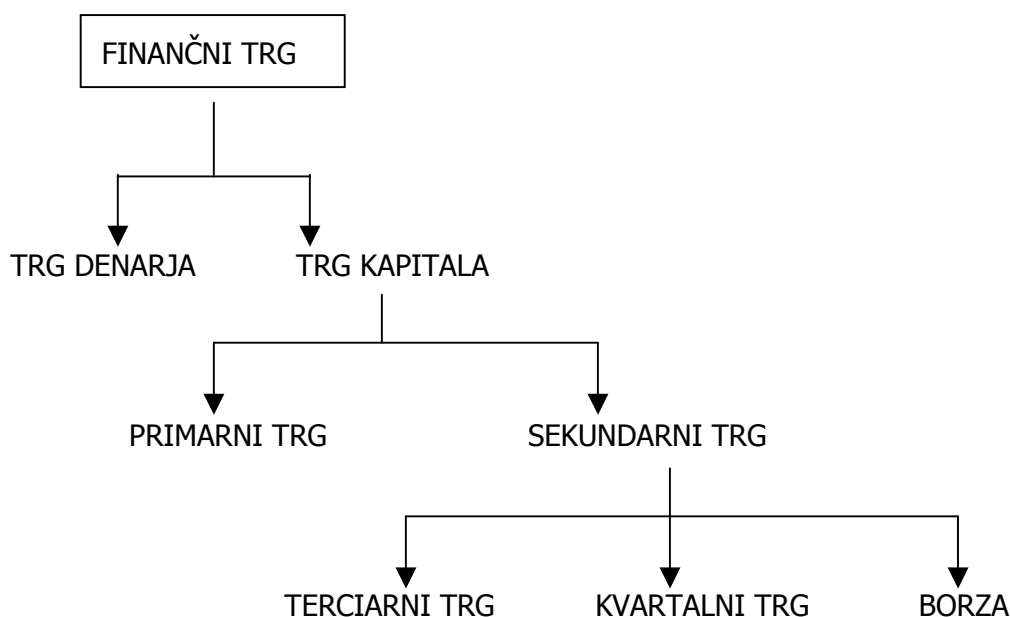
Glede na način prodaje in nakupa lahko sekundarni trg delimo na *terciarni trg*, *kvartarni trg* in že prej omenjeno *borzo*.

Na *terciarnem trgu* se prodaja in kupuje vrednostne papirje podjetij preko bančnih okenc (»over-the-counter«). To poteka v neposrednih, telefonskih ali računalniških povezavah med finančnimi posredniki in agenti.

Na kvartarnem trgu se izvaja prodaja vrednostnih papirjev institucionalnim varčevalcem, ki trgujejo neposredno brez posredovanja finančnih institucij.

Na borzi pa poteka organizirano trgovanje z vrednostnimi papirji. Predstavljena delitev je prikazana na sliki 1.

Slika 1: Ena od možnih delitev finančnega trga



Vir: Dimovski, Gregorič, 2000, str. 1.

1.2. FINANČNE INSTITUCIJE

Pomembno vlogo na kapitalskem trgu igrajo finančne institucije, s katerimi označujemo skupino vseh podjetij in institucij, ki ponujajo finančne storitve na finančnem trgu (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 3).

Poleg tega so to institucije, preko katerih se vrši prenos prihrankov od celic s finančnimi presežki, do celic s finančnimi primanjkljaji. To se pravi od suficitnih gospodarskih celic do deficitnih gospodarskih celic.

Od nefinančnih podjetij se razlikujejo na primer v tem, da imajo med aktivni svoje premoženjske bilance predvsem finančno premoženje in med pasivi predvsem dolgove.

Finančne institucije lahko razdelimo v različne skupine. Tako ločimo funkcionalni, institucionalni in statistični kriterij (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 3).

Funkcionalna delitev

Finančne institucije razdelimo glede na vlogo, ki jo imajo pri emisiji denarja in sicer na **denarne** (to je centralna banka in denarni del poslovnih bank) in na **nedenarne** (to so nederarni del poslovnih bank in ostale finančne institucije).

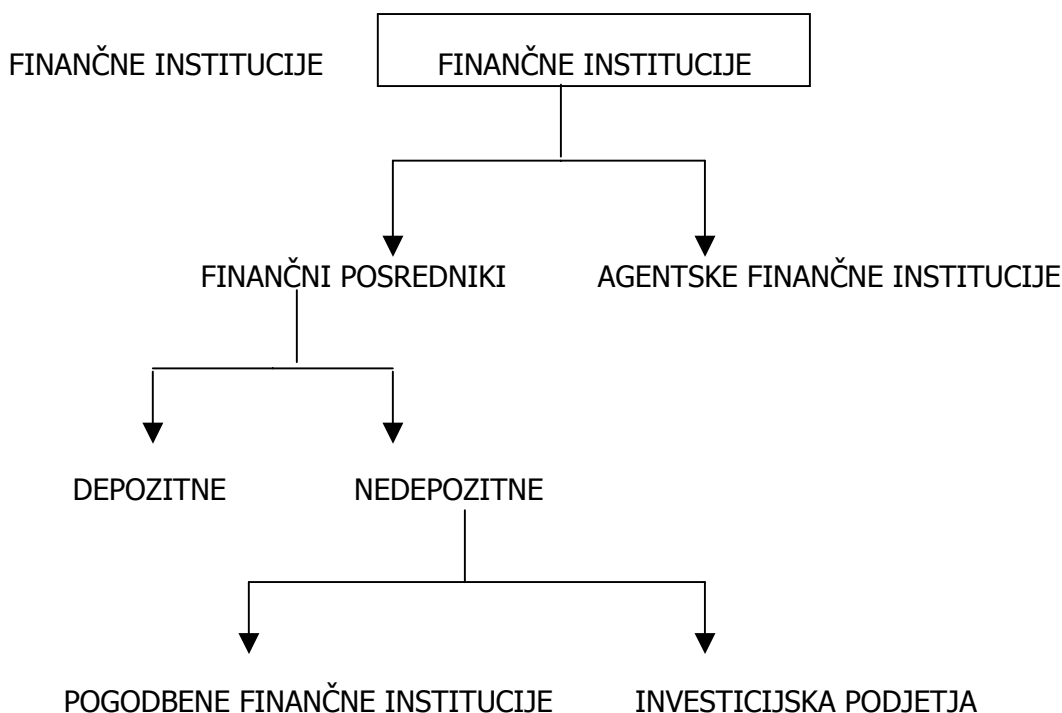
Institucionalna delitev

Tu delimo finančne institucije na **agentske finančne institucije**, kjer gre za pretok sredstev preko finančnih sredstev. Njihova naloga je, da olajšajo in omogočijo posojilodajalcem in posojilojemalcem, da se najdejo. Sredstva se prenašajo neposredno od posojilodajalcev na posojilojemalce. Za svoje delo seveda dobijo posredniško provizijo. Gre za posrednike pri trgovanju z vrednostnimi papirji, borzne posrednike in investicijske banke. V drugo skupino spadajo **finančni posredniki**, ki prihajajo med končne posojilojemalce in končne posojilodajalce.

Banke so ponavadi najpomembnejši finančni posredniki, vendar niso edine, zato finančne posrednike še naprej delimo na depozitne finančne posrednike. Značilno za njih je, da zbirajo prihranke varčevalcev v obliki vlog ali depozitov. Sem sodijo poslovne banke, hranilnice, kreditna združenja. Pomemben je kratkoročni vidik. Vse druge finančne posrednike lahko imenujemo nedeponitne. Sem spadajo pogodbeni finančni posredniki, pri katerih imajo ljudje naloženo svoje finančno premoženje, poleg tega jim sklenjena pogodba zagotavlja različne vrste izplačil denarnih zneskov v prihodnje. Sem spadajo zavarovalnice življenjskega in/ali premoženjskega zavarovanja ter pokojninski skladi. Poleg tega imamo še finančne posrednike, kjer lahko posamezniki naložijo svoje finančno premoženje posredno tudi v sicer tvegane vrednostne papirje. To so t.i. investicijska podjetja, kamor uvrščamo investicijske sklade in vzajemne sklade.

Skupna lastnost depozitnih finančnih institucij je zbiranje finančnih prihrankov z vlogami varčevalcev, pri nedeponitnih finančnih institucijah pa gre tudi za zbiranje prihrankov in drugih denarnih sredstev z namenom vlaganja v različne vrednostne papirje in v druge naložbe na sekundarnih finančnih trgih. Delitev finančnih institucij je prikazana na sliki 2.

Slika 2: Delitev finančnih institucij po institucionalnem kriteriju



Vir: Dimovski, Gregorič, 2000, str. 7.

Statistični kriterij ali delitev po standardni klasifikaciji dejavnosti (SKD)

- finančno posredništvo, razen zavarovalništva in dejavnosti pokojninskih skladov,
- zavarovalništvo in dejavnost pokojninskih skladov, razen obveznega socialnega zavarovanja,
- pomožne dejavnosti v finančnem posredništvu.

V bistvu je delitev po institucionalnem kriteriju še najbližja delitvi, ki jo imamo v Sloveniji.

2. INVESTICIJSKI SKLADI

2.1. POMEN INVESTICIJSKIH SKLADOV

V zadnjem času postajajo investicijski skladi eden izmed pomembnih udeležencev na finančnih trgih tako v Sloveniji, še bolj pa drugod po svetu, kjer vedno bolj pridobivajo na svoji pomembnosti. Zanimivi postajajo predvsem zaradi svojih prednosti, ki jih imajo pred drugimi oblikami varčevalnih naložb. V svetu in počasi tudi pri nas se vse več institucionalnih investitorjev odloča za tovrstne naložbe. Predvsem v ZDA je to hitro naraščajoča dejavnost, saj skladi upravljajo približno 16 milijard dolarjev, v Evropi približno štiri krat manj in sicer 4 milijarde dolarjev premoženja. Strokovnjaki

napovedujejo, da bodo že v prihodnjih letih take oblike naložb presegle obseg depozitov, ki jih ima prebivalstvo v komercialnih bankah¹.

Investicijski skladi se ustanovljajo zaradi javnega zbiranja denarnih sredstev in nalaganja tako zbranih sredstev v razpršen portfelj vrednostnih papirjev. Investicijski sklad se oblikuje in upravlja izključno v korist lastnikov premoženja investicijskega sklada.

Temeljne značilnosti investicijskih skladov so naslednje²:

- vrinejo se med izdajatelje vrednostnih papirjev in vlagatelje,
- zbrana denarna sredstva nalagajo v vrednostne papirje in upravljajo s tako oblikovanim finančnim premoženjem po načelu omejitve in razpršitve tveganja,
- posamezni investitor je udeležen v dobičku, ki ga ustvarijo z upravljanjem finančnega premoženja, v sorazmerju s svojim vložkom v investicijski sklad. Pravice investorjev v razmerju do investicijskega sklada so praviloma izražene v investicijskih kuponih ali delnicah.

Poleg tega pa poznamo več različnih oblik investicijskih skladov, ki se med seboj ločijo glede na investicijsko politiko in z različnimi cilji predvsem zaradi različnih potreb in želja posameznim investitorjem. Nekaterim je pomembna čim večja dividenda, drugi težijo k čim večjim stalnim dohodkom od vloženega kapitala.

2.2. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Osnovna delitev investicijskih skladov je glede na postavke na **pasivni** strani sklada. Tu ločimo **odprte** (vzajemni skladi) in **zaprte** (investicijske družbe) investicijske sklade (glej tabelo 1). Najpomembnejša razlika med njima je v likvidnosti oziroma možnosti vnovčitve 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. Druga delitev se nanaša na **aktivno** stran bilance sklada, to je na investicije, ki jih sklad ima. Delitev investicijskih skladov glede na pasivno stran bilance stanja lahko vidimo na sliki 3.

¹ Povzeto po: [URL:http://www.vzajemci.com/grafi/graficni_prikazi], 15.05.2002.

² Več o tem: [URL: http://www.vzajemci.com/vsebina/kaj_je_vs.htm], 15.06. 2002.

Tabela 1: Temeljne razlike med vzajemnim skladom in zaprtim investicijskim skladom

Vzajemni (odprti) investicijski sklad	Zaprti investicijski sklad
Z delnicami vzajemnih skladov se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.	Vlagatelj, ki želi prodati (kupiti) delnico zaprtega sklada, mora »najti« osebo, ki jo želi kupiti (prodati). to stori s prodajo oziroma nakupom na borzi, kjer se trguje z delnicami zaprtih investicijskih skladov.
Nakupna in prodajna cena delnic odprtih investicijskih skladov sta vedno enaki čisti vrednosti sredstev sklada na delnico (od tega zneska se odšteje le provizija, ki jo upravitelj sklada običajno zaračunava za vstop v sklad ali izstop iz njega).	Tečajji delnic zaprtih investicijskih skladov se vsakodnevno spreminjajo na osnovi ponudbe in povpraševanja tržnih udeležencev. Posledica tega je, da lahko odstopajo od čiste vrednosti sredstev sklada na delnico za nekaj odstotkov navzgor ali navzdol.
Število izdanih enot premoženja odprtih investicijskih skladov se spreminja vsakodnevno na osnovi ponudbe in povpraševanja vlagateljev. Investitorji namreč enote premoženja vzajemnih skladov kupujejo in prodajajo neposredno od družb za upravljanje ali njihovih prodajnih agentov.	Število delnic, ki jih izdajo zaprti investicijski skladi, je stalno, poveča se lahko le občasno, če se upravitelj sklada odloči za izvedbo nadaljnje ponudbe delnic. S tega vidika so zaprti skladi podobni ostalim delniškim družbam.
Naložbe, ki jih imajo vzajemni skladi v svojem portfelju, so zvečinoma tržljive - z njimi se trguje na organiziranem trgu.	Zaprti skladi imajo lahko v svojem portfelju tudi pomemben del netržljivih naložb (s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu kapitala).
Vlagatelj ob nakupu točk sklada plača vstopno provizijo, ob prodaji točk pa izstopno provizijo.	Vlagatelj ob nakupu in prodaji delnic plača provizijo borznemu posredniku, ta pa je običajno nižja od provizije, ki nastane ob nakupu ali prodaji točk vzajemnemu skladu.
Upravitelji vzajemnih skladov so močno motivirani za doseganje uspešnosti pri upravljanju premoženja, saj tako lažje pridobijo nove stranke.	Motivacija upraviteljev zaprtih skladov za uspešno upravljanje skladov je nekoliko manjša kot v primeru vzajemnih skladov.
Tveganje investiranja v zaprti investicijski sklad je večje od tveganja pri investiranju v vzajemni sklad z enako sestavo premoženja.	

Vir: Kleindienst, 2001, str. 440-441.

Vzajemni skladi se ločijo tudi po tem, kako financirajo upravljanje premoženja na (Mramor, 2000, str. 89-93):

- sklade s provizijo (load funds). Pri teh skladih investitor plača provizijo pri vstopu ali izstopu iz sklada (ali oboje),
- sklade brez provizije. Pri tem načinu prodaja poteka neposredno in ni nikakršne provizije. Investitorji morajo praviloma plačati le 1-odstotno provizijo ob prodaji delnic.

Seveda pa ne glede na to, skladi zaračunavajo provizijo za upravljanje premoženja, ki je lahko v fiksnem odstotku ali vezana na uspešnost sklada.

Če pogledamo aktivno stran bilance stanja, se skladi med seboj razlikujejo glede na pogostost sprememb njihovega premoženja:

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

Skladi dosegajo prihodke na dva načina, z izplačili iz naslova posedovanih vrednostnih papirjev (dividende, obresti) ter s kapitalskimi dobički zaradi porasta vrednosti premoženja na trgu. Ker imajo različni investitorji različen odnos do denarnega toka danes oziroma do kapitalskih dobičkov, ki zagotavljajo denarne tokove v prihodnosti, se skladi temu prilagajajo, zato 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; glede na prevladujočo obliko premoženja skladov ločimo:

- sklade delnic: splošne sklade delnic (skladi agresivne rasti, skladi malih podjetij, skladi rasti, skladi rasti in dobička, lastniško-dobičkovni skladi) in druge delniško orientirane sklade (mešani skladi, specializirani skladi, sektorski skladi, borzni indeksni skladi, mednarodni skladi),
- 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 na:

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

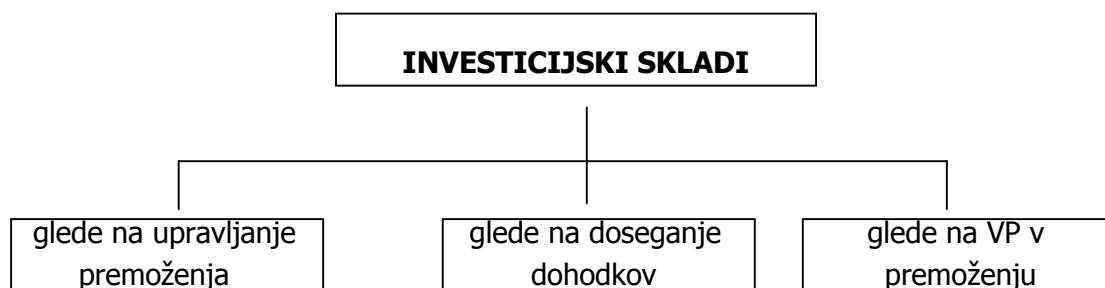
Slika 3: Delitev investicijskih skladov glede na **pasivno** stran bilance stanja



Vir: Mramor, 2000, str. 99-93.

Delitev investicijskih skladov glede na aktivno stran bilance stanja lahko vidimo na sliki 4.

Slika 4: Delitev investicijskih skladov glede na **aktivno** stran bilance stanja



- | | | |
|----------------------------|--------------------------|-------------------------|
| - aktivno upravljani sklad | - sklad maks. dobička | - sklad delnic |
| - dalj časa nespremenjeni | - sklad rasti | - sklad obveznic |
| - fiksirani skladi | - sklad dohodka | - mešani sklad |
| | - sklad rasti in dohodka | - sklad kratkoročnih VP |
| | - sklad ravnotežja | - sklad nepremičnin |
| | - sklad brez obdavčenja | |

Vir: Mramor, 2000, str. 99-93.

2.3. VZAJEMNI SKLADI (V SLOVENIJI)

2.3.1. Opredelitev vzajemnih skladov

Vzajemni skladi so t.i. odprti skladi, v katerem je združeno premoženje večjega števila lastnikov – vlagateljev. Imenujemo ga odprti investicijski sklad, ker vanj lahko kadarkoli vplačujete in iz njega izplačujete. Z vloženimi sredstvi kupite njihove investicijske kupone, ki se glasijo na določeno število točk (enot premoženja) vzajemnega sklada. Kupone lahko kadarkoli prodate vzajemnemu skladu nazaj in tako svoje prihranke dvignete. 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 izvirajo³.

Vzajemni sklad najlažje opišemo kot skupek premoženja vseh, tako pravnih kot fizičnih oseb, ki so naložile svoj denar na račun vzajemnega sklada. Z zbranim denarjem se na trgu kapitala kupujejo različni vrednostni papirji (delnice, obveznice, zakladne menice ali blagajniški zapisi). Tako dobimo naložbe vzajemnega sklada, kar z drugo besedo imenujemo portfelj. Naložbe, ki se nahajajo v portfelju, predstavljajo aktivo vzajemnega sklada.

Vzajemni sklad je v lasti vseh vlagateljev, ki so vanj vložili svoj denar. Celotno premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enote, ki jih imenujemo tudi točke vzajemnega sklada. Točke predstavljajo pasivo vzajemnega sklada. Točka »vsebuje« sorazmerne deleže naložb, ki sestavljajo portfelj vzajemnega sklada. Denar vlagatelja je v enakih deležih razpršen v vrednostne papirje kot je razpršena celotna naložbena struktura vzajemnega sklada. V portfelju slovenskih vzajemnih skladov prevladujejo delnice, predvsem tiste, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, največ je slovenskih »blue chipov« oziroma delnic, ki sestavljajo borzni indeks SBI 20. Nekaj sredstev imajo slovenski vzajemni skladi tudi v obveznicah, predvsem državne, relativno malo pa v tuje vrednostne papirje.

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je bil objavljen v Uradnem listu RS, št. 6/1994 pravi, da ima vsak lastnik oziroma vlagatelj naslednje pravice:

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

Vzajemni sklad lahko oblikuje samo družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU), a mora prej pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev.

³ Več o tem v Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94).

2.3.2. Nastanek in razvoj

Začetki investicijskih skladov v Sloveniji segajo v leto 1992, ko so bili pri posameznih borzno posredniških hišah ustanovljeni prvi vzajemni skladi, precej podobni skladom, ki jih poznamo svetu. Prvi v svetu so se pojavili že leta 1928, eden najbolj znanih vzajemnih skladov je bil Pioneer Fund, ki je celo preživel krizo 1929-1933. Leta 1954 je uspešno krenil na svojo pot tudi Templeton Growth Fund (Bohorč, 2001, str. 7).

V Sloveniji imamo trenutno 18 vzajemnih skladov, ki jih upravlja 11 DZU. Devetdeseta so bila za vzajemne sklade precej razburljiva. V zadnjem desetletju se je večina Slovencev prvič srečala s pojmom vzajemnega sklada. In po anketah sodeč jim ljudje zaradi slabih izkušenj s PID-i (pooblaščenimi investicijskimi družbami) in vzajemnimi skladi poslovnega sistema Dadas niso bili naklonjeni. Za razliko od nas, pa dežele z razvitimi ekonomijami, njihovi prebivalci in gospodarstvo skoraj ne morejo več brez vzajemnih skladov, saj jim ti pomenijo eno glavnih oblik dolgoročnega varčevanja, gospodarstvu pa reden in izdaten vir kapitala (Lubej, 2001, str. 12-13).

Ker smo sledili Evropi in svetu smo tudi v Sloveniji in sicer 1992 leta ustanovili prvi vzajemni sklad in sicer vzajemni sklad Galileo, ki še vedno deluje pod okriljem KD Investments. Za same začetke pred dobrimi desetimi leti lahko rečemo, da so bili udarniški. Podjetniška iniciativa je prehitela zakonodajo in sami vzajemni skladi so delovali več kot dve leti, in šele 1994 leta smo dobili zakon, ki je urejal sama pravila in delovanje vzajemnih skladov (Kodrič, 2002, str. 32). Težko pričakovani zakon se imenuje Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. 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 dejansko pomeni uskladitev s pravnim redom Evropske unije. Prihajajoči zakon bo prinesel ogromno sprememb na obravnavano področje (Bohorč, 2001, str. 41).

Kmalu je bila ustanovljena nadzorna institucija in sicer Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki kljub s svojim delovanjem ni mogla preprečiti razdejanja na trgu kapitala zaradi afere Dadas leta 1996. Nekaj tisoč vlagateljev v Dadasovih skladih je ostalo praktično brez prihrankov. V tistem času je marsikdo enačil investicijske sklade z raznimi finančnimi verigami, ki so bile takrat izredno popularne in zaradi te afere je popularnost investicijskih skladov še vedno tako nizka kakor je. Zaradi nastalih dogodkov so bili uvedeni razni kontrolni mehanizmi, predvsem zaradi tega, da do takih in podobnih zlorab ni več prihajalo (Lubej, 2001, str. 12-13).

Zlom Dadasa se je dogajal sočasno kot razmah certifikatske privatizacije, kjer so pomembno vlogo odigrali PID-i, kot zaprta oblika investicijskih skladov. Obljube DZU v obdobju negovarjanja lastnikov certifikatov so bile glasne in zapeljive. Kasneje se je pokazalo, kakšna je realna slika. Še danes vidimo, da vrednost delnic PID-ov ne dosega niti nominalnega zneska vloženega certifikata. K tej situaciji je sicer veliko prispevala tudi vladajoča politika z neskončnim zavlačevanjem pri zapolnjevanju certifikatske luknje, in

zaradi preteklih dogodkov je ugled DZU in s tem povezanih vzajemnih skladov še vedno nizek.

V tem več kot desetletnem obdobju, nekateri skladi še vedno obstajajo, drugi so se ustanovili kasneje, prihajalo je do združitvev in prenosov skladov med družbe za upravljanje. V letu 2000 so upravljavci slovenskih skladov dobili možnost investiranja na tujih kapitalskih trgih, ki pa jih večina ni izkoristila.

2.3.3. Zgodba o vzponu in padcu Dadasa

Podjetje Dadas je bilo ustanovljeno leta 1991 in je delovalo do leta 1996, ko je sledil zlom največjega borznega sistema Dadas (Kovač, 1997, str. 47-61).

Na borzi leta 1992 se je začelo trgovati z delnico Dadas po ceni 5000 SIT. Cena delnice je naraščala in leta 1993 dosegla ceno 350 000 SIT. Ko je vrednost Dadasove delnice rasla, je rasla tudi vrednost ostalih delnic, veljalo je tudi obratno.

Leta 1995 so tečaji borznih delnic izredno hitro naraščali, med njimi so bile tudi delnice Poslovnega sistema Dadas, Mladinske knjige založbe (v nadaljevanju MKZ), Finmedie in Promofina, ki so bile v neposrednem ali posrednem lastništvu sistema Dadas. Znotraj borznega sistema Dadas je obstajala skupina šestih podjetij, ki so bila skupaj z borzno hišo Dadas BPH povezana kapitalsko, personalno, upravljalno in premoženjsko. Splošna rast tečajev borznih delnic je povzročila sočasno rast vrednosti točk štirih vzajemnih skladov. Med 17 vzajemnimi skladi, ki so takrat obstajali, se je dvignila zlasti vrednost točk štirim vzajemnim skladom, s katerimi je upravljala družba Proficia Dadas. To so bili vzajemni skladi Herman Celjski, Diver, Neli II. in Rastko I. Nenehna rast točk teh skladov je povzročila priliv sredstev za več kot 1,1 milijarde SIT, medtem ko so sredstva iz drugih skladov praviloma odtekala. Donosi so se v teh štirih skladih gibali med 9 in 15%, za razliko od drugih, kjer je bil donos le od 1,3% do 6,5%. Za tak dvig vrednosti točk v teh vzajemnih skladih so botrovali navidezni nedovoljeni posli med podjetji sistema Dadas.

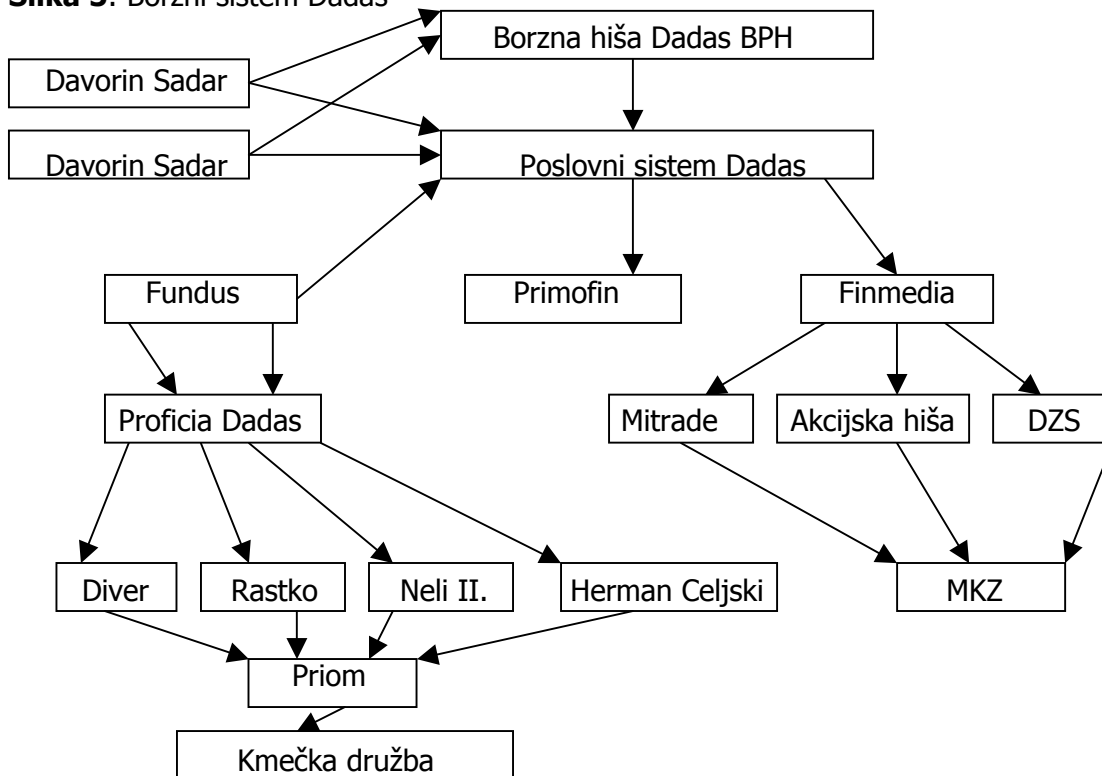
Transakcije, ki so se vršile na ljubljanski borzi so potekale približno tako. Izvršilo se je več transakcij v velikem znesku z delnicami MKZ, kar je vzbudilo pozornost med borznimi posredniki. Največji lastnik delnic MKZ je bil sistem Dadas, ki je začel prodajati te delnice lastniško povezanim podjetjem družbe Finmedia. Delnice MKZ so od Dadasa postopoma kupovale družbe DZS, Avkcijska hiša in Mitrade, v katerih je imela Finmedia tedaj večinsko lastništvo in zaradi tega tudi vpliv na poslovne odločitve. Sočasno je Dadas prejeti denar od prodanih delnic MKZ nalagal na borzo in z njimi pospešeno kupal delnice Finmedie ter tako postal njen največji delničar s tem pa tudi posredni lastnik nad družbami MKZ, Avkcijska hiša, Mitrade, DZS in druge družbe v lasti Finmedie. Taka finančna operacija je povzročila vsesplošno rast delniških tečajev borznih delnic.

Razmere na borznem trgu, kjer so dominirali štirje Dadasovi vzajemni skladi, so nastali zaradi pojava, ki ga finančna stroka imenuje »fenomen spirale«, kar pomeni dvig tečajev delnic in hitro rast vrednosti kuponov nekaterih vzajemnih skladov zaradi nedovoljenih manipulacij z delnicami. Pojav naj bi nastal zaradi bistveno povečanega pritoka denarja v vzajemne sklade zaradi visoko izkazanih donosov v primerjavi z ostalimi vzajemnimi skladi. Povpraševanje po vzajemnih skladih je bilo večje, kot pa je bilo na voljo delnic na trgu vrednostnih papirjev, kar je povzročilo visoke cene obstoječih delnic. V bistvu je šlo za 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. Za multiplikacijo pa so dodatno prispevale še povezane osebe iz sistema Dadas z manipulacijo cen vrednostnih papirjev.

Agencija za trg vrednostnih papirjev je zaradi teh nedovoljenih manipulacij prepovedala oziroma omejila vplačila v Dadasove vzajemne sklade. Kot odgovor je sistem Dadas milijardno premoženje prenesel na družbo Priom, ki je bil del sistema Dadas, s čimer so se izmaknili nadzoru Agencije. Po tem dogodku so se cene vrednostnih papirjev več kot preplopolovile, delnice borznega sistema so se začele množično prodajati in s tem povzročili znatno znižanje tečajev. Temu je sledil borzni zlom.

Proficia Dadas je nehala poslovati leta 1996 in njene sklade je prevzela v upravljanje Kmečka družba, borzna hiša Dadas BPH pa je bila novembra leta 1996 izključena iz Ljubljanske borze. Celoten borzni sistem je prikazan na sliki 5.

Slika 5: Borzni sistem Dadas



Vir: Kovač, 1997, str. 60.

2.3.4. Klasifikacija vzajemnih skladov

Tako kot za investicijske sklade na splošno, poznamo tudi delitev vzajemnih skladov in sicer na vrsto najrazličnejših vzajemnih skladov, ki omogočajo zadovoljitev različnih želja in potreb investitorjev. Izbiramo lahko med tremi oblikami vzajemnih skladov, ki sovpadajo s kategorijami rizičnosti (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 169-171):

- **skladi agresivne rasti** (aggressive growth funds), katerih naložbena politika je naravnana predvsem na hitro rast kapitala in zahteva asgresivno ter špekulativno investiranje z velikim tveganjem,
- **skladi zmerno rasti** (moderate growth funds), katerih investitorji so pripravljeni sprejeti zmerno rizičnost za dosego rasti kapitala,
- **skladi zadržane rasti** (conservative growth funds), ki so namenjeni investitorjem, ki se želijo izogniti visoki tveganosti ter nastanovitnosti in si ne upajo čakati na velike zaslužke ob pravem času.

Tabela 2: Klasifikacija vzajemnih skladov

VZAJEMNI SKLADI					
VZAJEMNI SKLADI DELNIC		VZAJEMNI SKLADI OBVEZNIC		VZAJEMNI SKLADI KRATKOROČNIH VP	
<i>Splošni</i>	<i>Drugi</i>	<i>Obdavčeni</i>	<i>Neobdavčeni</i>	<i>Obdavčeni</i>	<i>Neobdavčeni</i>
Skladi agresivne rasti	Mešani skladi	Skladi državnih obveznic	Nacionalni skladi	Skladi državnih kratkoročnih VP	
Skladi malih podjetij	Specializirani skladi	Skladi z rokom dospelosti	Skladi občinskih obveznic ene države		
Skladi rasti	Sektorski skladi	Skladi hipotekarnih obveznic	Zavarovalni skladi občinskih obveznic		
Skladi rasti in dobička	Borzni indeksni skladi	Skladi podjetniških obveznic	Sklad visoko donosnih občinskih obveznic		
Lastniško dobičkovni skladi	Mednarodni skladi	Skladi fleksibilnih obveznic			

Vir: Fredman, 1993, str. 23-54.

Najbolj razširjena pot klasificiranja vzajemnih skladov je glede na vrsto vrednostnih papirjev v premoženju, ki se deli na **vzajemne sklade delnic** (common stock mutual funds), **vzajemne sklade obveznic** (bond mutual funds) in na **vzajemne sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev** (money market mutual funds). Celotna klasifikacija je nazorno prikazana v tabeli 2.

2.3.5. Zakonska opredelitev vzajemnih skladov in DZU v Sloveniji

Področje upravljanja in delovanja vzajemnih skladov in DZU je določeno v **Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje**, iz leta 1994. Zakon določa pogoje za ustanovitev investicijskih skladov, tako vzajemnih skladov, investicijskih družb in pooblaščenih družb za upravljanje ter pooblaščenih investicijskih družb, poleg tega določa tudi poslovanje DZU.

Z zakonom je vzajemni sklad določen kot premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb ter je v lasti teh oseb.

Poleg tega je v zakonu določen ustanovitelj vzajemnega sklada; t.j. DZU, ki vzajemni sklad tudi upravlja, dovoljenje zanj izda Agencija za trg vrednostnih papirjev. Natančno je določen znesek osnovnega kapitala, ki mora minimalno znašati 50 milijonov tolarjev, maksimalen znesek pa je neomejen. Podane so tudi omejitve za naložbe, provizije, ustanovitveni stroški, vplačevanje in izplačevanje investicijskih kuponov in razpršenost lastnikov, kar pomeni, da je ena fizična oseba lahko lastnik maksimalno 5% vseh enot premoženja sklada. V zakonu je naveden tudi postopek likvidacije in razlogi zanj.

Družba za upravljanje upravlja vzajemni sklad v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov. DZU je upravičena do provizije od vplačil in izplačil vrednostnih papirjev, kakor tudi do provizije za upravljanje z vzajemnim skladom, vendar pa zakon določa višino provizij, ki se ne sme preseči. Tako določa, da lahko provizija od vplačila in izplačila skupaj dosežata le 3% vrednosti investicijskega kupona, provizija za upravljanje pa le 2% povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada. Poleg omenjenih nagrad je DZU upravičena tudi do izplačila iz naslova stroškov. Po zaključku vsakega obdobja, določenega s pravili upravljanja vzajemnega sklada, se razdeli čisti dobiček, ki se ugotovi na podlagi računovodskih standardov – izdelanega izkaza uspeha in bilance stanja. Dobiček se razdeli imetnikom investicijskih kuponov v skladu s številom enot premoženja vzajemnega sklada. Obdobja, po katerih se razdeli dobiček sklada, se določajo s pravili upravljanja vzajemnega sklada, vendar ne smejo biti daljša od enega leta. Upravljanje z vzajemnim skladom se lahko prenese z ene upravljalvske družbe na drugo s pogodbo, če s tem soglašajo lastniki 70% enot premoženja sklada. Poleg tega je potrebno tudi soglasje Agencije za trg vrednostnih papirjev.

Zakon predvideva tudi začetek likvidacije vzajemnega sklada v primerih, ko DZU s pravnomočno odločbo Agencije za trg vrednostnih papirjev izgubi dovoljenje za upravljanje dejavnosti in kadar je bil nad družbo za upravljanje začet stečajni postopek ali postopek likvidacije. Likvidacija vzajemnega sklada se začne tudi, kadar v treh mesecih po objavi poziva za vplačilo investicijskih kuponov skupna vrednost vplačanih kuponov ne doseže predpisane vrednosti 50 milijonov SIT. Sklep o začetku likvidacije vzajemnega sklada sprejme DZU in ga objavi v Uradnem listu, poleg tega pa je DZU dolžna pisno obvestiti o začetku likvidacije vse imetnike investicijskih kuponov. Od dneva začetka likvidacije vzajemnega sklada imetniki vzajemnega sklada ne morejo več zahtevati od DZU izplačila vrednosti investicijskih kuponov⁴.

2.4. OCENA STANJA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Na dan 10. maja 2002 je na našem trgu kapitala poslovalo 18 vzajemnih skladov, ki jih upravlja 11 DZU. Od tega je v letu 2001 10 od 28 slovenskih vzajemnih skladov doseglo več kot 20% letni tolarski donos in to v obdobju, ko je večina svetovnih borznih indeksov, in s tem tudi mnogo pomembnejših tujih vzajemnih skladov zabredla v rdeče številke (Zorman, 2002, str. 5).

Slovenski vzajemni skladi so konec lanskega leta torej leta 2001 gospodarili s 14,63 milijarde tolarjev sredstev, kar je 38% oziroma štiri milijarde tolarjev več kot leta 2000. Upravljavci ugotavljajo, da so k tolikšni rasti prispevala pozitivna gibanja na trgu kapitala in večji vpisi vlagateljev v vzajemne sklade. Vendar pa smo v mednarodnem merilu še vedno na dnu varčevanja v investicijskih skladih in veljamo za narod bančnih varčevalcev. Nazorna je primerjava sredstev v bankah in v vzajemnih skladih v Sloveniji in ZDA. Konec oktobra 2001 smo imeli Slovenci v bankah v različnih oblikah za 1553 milijard tolarjev kapitala, v vzajemnih skladih pa le 14,63 milijarde slovenskih tolarjev, torej približno razmerje 99:1. V ZDA je imelo konec leta 2000 prebivalstvo v bankah 6456 milijard dolarjev kapitala, v vzajemnih skladih pa 6965 milijard dolarjev. Torej, razmerje je bilo 48:52 v korist vzajemnih skladov (Lubej, 2001b).

Potem ko so slovenske banke začele zniževati obresti na vezane vloge, se je precej prihrankov začelo seliti na slovenski kapitalski trg, kar je pripomoglo k večjemu povpraševanju in posledično višjim cenam vrednostnih papirjev. Proti koncu septembra tega leta so podatki pokazali, da imajo slovenski vzajemni skladi naloženih že več kot 42 milijard sredstev. Velikost slovenskih vzajemnih skladov lahko pogledamo v tabeli 3 in na sliki 6.

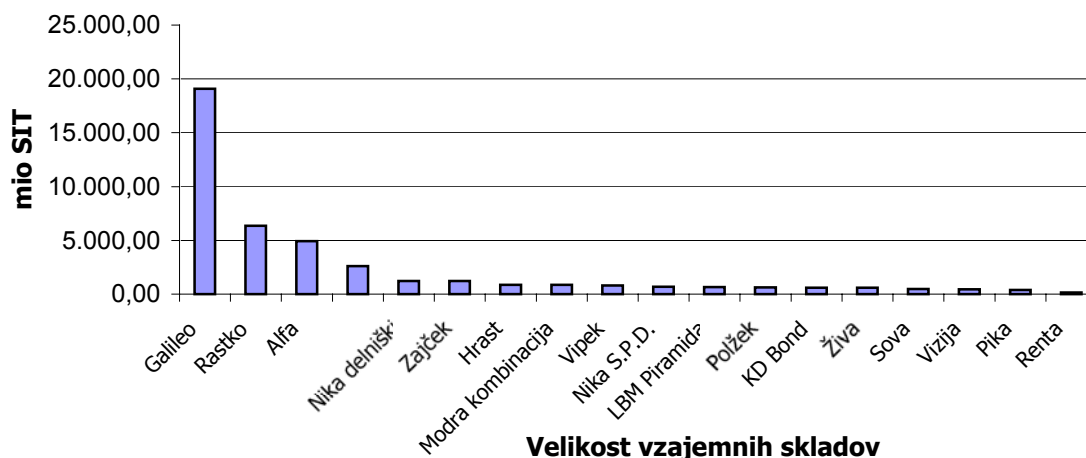
⁴ Več o tem v Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94).

Tabela 3: Velikost slovenskih vzajemnih skladov v milijonih SIT na dan 20.09.2002

DRUŽBA UPRAVLJANJE	ZA	VZAJEMNI SKLAD	VELIKOST VZAJEMNIH SKLADOV V MIO SIT
ABANČNA DZU		Polžek	624,76
		Zajček	1.213,84
		Sova	471,72
AVIP		Vipek	808,43
KBM INFOND		Hrast	860,74
		Nika S.P.D.	696,14
		Nika delniški	1.216,60
ILIRIKA DZU		Modra kombinacija	858,10
LB MAKSIMA		LBM Piramida	653,79
KD INVESTMENTS		Galileo	19.089,12
		KD Bond	605,67
		Rastko	6.353,54
KREKOVA DRUŽBA		Skala	2.614,74
PRIMORSKI SKLADI		Pika	381,93
		Živa	601,00
PROBANKA		Alfa	4.927,16
TRIGLAV D.U.		Renta	158,33
VIZIJA		Vizija	442,43
SKUPAJ			42.578,07

Vir: Vzajemni skladi, 2002⁵.

Slika 6: Velikost vzajemnih skladov v mio SIT na dan 20.09.2002



Vir: Vzajemni skladi, 2002⁵.

⁵ Glej tudi [URL:http://www.vzajemci.com/sredstva_vs/slovenija/slo_grafi_sredstev], 20.09.2002.

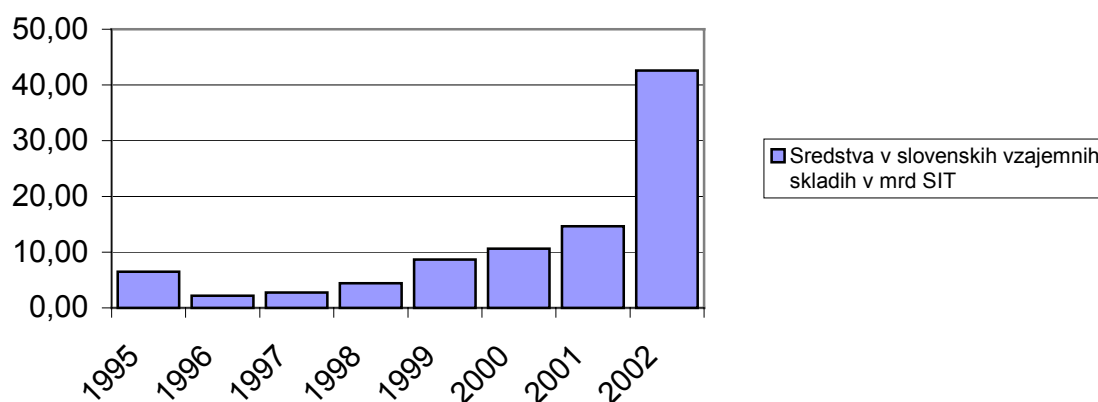
Največji donos in sicer 27,2-odstotni je v letu 2001 ustvaril največji in najstarejši slovenski vzajemni sklad **Galileo**, ki je bil po podatkih gospodarskega častnika Wall Street Journal Europe tudi drugi najdonosnejši vzajemni sklad na svetu (Redakcija poslovnega dnevnika Finance, dne 11.05.2002; Saksida, 2002, str. 10).

Največji vzajemni sklad po najnovjših podatkih je še vedno Galileo, ki ga upravlja KD Investments. Trenutno oziroma na dan 20.09.2002 ima 19.089,12 milijonov tolarjev sredstev, kar predstavlja 44,83% tržnega deleža premoženja naloženega v slovenskih vzajemnih skladih. Pomemben delež ima tudi vzajemni sklad Rastko in sicer 14,92%, ki tudi spada pod okrilje KD Investments. Največji sklad, ki pa ni v lasti KD Investments in sicer Probankin sklad Alfa z 4.927,16 milijoni sredstev in 11,57% tržnim deležem.

Družba za upravljanje KBM Infond trenutno upravlja s 4 vzajemnimi skladi, KD Investments in Abančna DZU s 3, Primorski skladi z 2 in ostale imajo pod okriljem 1 vzajemni sklad.

Vzajemni skladi so se v preteklosti izkazali za učinkovite in donosne naložbe, zato so tudi v razvitem svetu zelo priljubljena in najhitreje rastoča oblika varčevanja. Javnost jim zaupa, ker se z njihovim upravljanjem ukvarjajo velike finančne ustanove, banke in zavarovalnice. V primerjavi z razvitim zahodom ima v Sloveniji varčevanje v vzajemne sklade kratko tradicijo. Njihovo število se je iz leta v leto povečevalo, tudi premoženje se veča vedno bolj. Poznavalci pravijo, da se zaupanje v vzajemne sklade po zapletih z Dadasom vrača, vendar da tovrstna oblika še ni dobro znana. Zanimanje za vzajemne sklade se povečuje šele v zadnjem obdobju, ko so v bankah začeli zniževati obrestne mere (Saksida, 2002, str. 10). Na sliki 7 je prikazano, kako so se gibala sredstva v slovenskih vzajemnih skladih v milijardah SIT od leta 1995-2002.

Slika 7: Sredstva v slovenskih vzajemnih skladih v mrd SIT



Vir: Vzajemni skladi, 2002⁶.

⁶ Glej tudi [URL: http://www.vzajemci.com/sredstva_vs/slovenija], 20.09.2002.

2.5. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE

2.5.1. Prednosti investiranja v vzajemne sklade

Najopaznejše prednosti, ki jih varčevanje v vzajemne sklade nudi, so: dnevno spremljanje vrednosti prihrankov, (podatki so objavljeni v dnevnem časopisu npr. Delo, Finance,...), davčne prednosti in olajšave, varčevanje brez obveznosti, varnost premoženja, ob manjšem tveganju stabilni donosi, stroškovna prednost varčevanja, strokovno upravljanje premoženja, možnost varčevanja že z manj kot tisoč tolarji, diverzifikacija premoženja, nizki transakcijski stroški, široka paleta storitev investitorjev (npr. pokojninski načrti, avtomatsko reinvestiranje, avtomatski investicijski načrt), likvidnost in varnost pred izgubo zaradi neetične prakse (Hegler, 2001, str. 6).

Varčevanje v vzajemnih skladih ima mnogo prednosti pred varčevanjem v bankah, zavarovalnicah, nepremičninah ali individualnih trgovanjem z vrednostnimi papirji⁷.

Likvidnost

Bistvena prednost vzajemnega sklada pred nekaterimi drugimi naložbami (vezane vloge, življenjsko zavarovanje, nepremičnine) je likvidnost. Kot vlagatelj lahko točke vzajemnega sklada kadarkoli prodate vzajemnemu skladu in jih tako spremenite v denar. Denar v vzajemnem skladu tako ni vezan. Ni nobenih pogodb z določenimi roki vplačil in višino zneskov in torej ni pogodbenih kazni. DZU vam mora denar nakazati na vaš račun najkasneje v petih delovnih dneh od prejema pisnega zahtevka za izplačilo. Vlagatelji, ki so fizične osebe, morajo upoštevati tudi davek na kapitalski dobiček. Če so lastniki kupona vzajemnega sklada več kot tri leta, je doseženi dobiček popolnoma neobdavčen.

Varnost in donos

Ta dva pojma sta medsebojno odvisna. Večja ko je varnost, nižji je donos in obratno. Prvi element varnosti je razpršitev naložb. Vsa sredstva vzajemnega sklada so naložena v različne naložbe, ne v eno samo. Zato nihanje vrednosti posamezne naložbe vpliva na vrednost točke samo v tolikšni meri, kolikšen delež omenjena naložba predstavlja v portfelju vzajemnega sklada. Večja kot je razpršitev v različne vrednostne papirje, večja je tudi varnost naložbe. Strokovno upravljanje vzajemnega sklada povečuje varnost premoženja. DZU s svojimi analitiki in upravitelji skrbno preučuje in nato izbira naložbe vzajemnega sklada.

Področje vzajemnih skladov je v Sloveniji urejeno z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU). Nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov in DZU izvaja državna institucija, imenovana Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP). Obvezne so tudi letne revizije vzajemnih skladov in DZU-ja s strani neodvisnih revizijskih

⁷ Povzeto po [URL: <http://www.vzajemci.com/vsebina>], 15.07.2002.

družb. Njihova poročila mora DZU dati na voljo vsem vlagateljem. Pomembno je poudariti, da je premoženje vzajemnega sklada popolnoma ločeno od premoženja DZU-ja. DZU s skladom samo upravlja. V primeru nepravilnosti pri opravljanju dejavnosti upravljanja skladov, se lahko družbi vzajemni sklad odvzame in prenese na novega upravljavca ali pa se sklad likvidira (unovči naložbe sklada) in izkupiček razdeli med vlagatelje. Vsak vzajemni sklad ima tudi odbor investorjev, ki je kontrolno telo, ki ga izvolijo sami vlagatelji, in bedi nad upravljanjem sklada s strani DZU. Kdo so člani odbora investorjev je napisano na prospektu posameznega sklada.

Na varnost in donos vpliva tudi naložbena struktura vzajemnega sklada. Vzajemni sklad, ki investira svoja sredstva pretežno v obveznice je praviloma bolj stabilen, a hkrati dolgoročno manj donosen od vzajemnega sklada, ki investira večinoma v delnice. Tudi nalaganje sredstev na različne kapitalske trge povečuje varnost vzajemnega sklada, ravno tako pa tudi razpršitev sredstev vzajemnega sklada v različne gospodarske panoge. Tako so bolj varni, a hkrati manj donosni tisti vzajemni skladi, ki investirajo svoja sredstva v vse gospodarske panoge in ne samo v posamezno gospodarsko panogo (npr. farmacija).

Bodoči donosi so odvisni od mnogo dejavnikov kot npr. od:

- splošnih gospodarskih gibanj v prihodnosti,
- naložbene strukture vzajemnega sklada,
- dobe varčevanja,
- sposobnosti upravljavca,
- sreče pri izbiri vzajemnega sklada.

Zaradi svojega dolgoročnega stabilnega donosa, likvidnosti in nizkih stroškov poslovanja so vzajemni skladi ena najprimernejših naložb za dolgoročno varčevanje. Zaradi varnosti in donosa je smiselno izbrati več različnih vzajemnih skladov.

Dostopnost

Značilno za varčevanje v vzajemnih skladih je, da je dostopno vsakomur (pravne osebe, fizične osebe, mladoletne osebe). Najmanjša vloga v slovenskem vzajemnem skladu je prodajna vrednost samo ene točke, torej od sklada do sklada različno. Pri tujih vzajemnih skladih je najmanjše možno vplačilo lahko posebej določeno.

Pomembno je, da so vsi vlagatelji med seboj enakopravni. Njihov donos je neodvisen od višine vloge (za razliko od npr. vezanih vlog pri bankah, kjer večji zneski dosežajo boljše obresti). Zato je vzajemni sklad posebej primeren za obročno vplačevanje relativno nizkih zneskov. Posamezni vlagatelj ima lahko v lasti največ 5% vrednosti vzajemnega sklada.

Omeniti velja tudi dejstvo, da pri slovenskih vzajemnih skladih ves doseženi dobiček, ki ga DZU s sredstvi sklada ustvari, po odbitju upravljaljske provizije ostane vlagateljem (je vsebovan v rasti točke). Večino ostalih stroškov (tiskovine, revidiranje s strani zunanjega

revizorja, oglaševanje) mora po zakonu DZU plačati iz lastnih sredstev, ki so popolnoma ločena od sredstev vzajemnega sklada.

Prilagodljivost vplačevanja

Višino vplačila v vzajemni sklad določate sami. Pri tem ni omejitev, razen naslednjih dveh:

- vplačilo ne sme biti manjše od prodajne vrednosti enote premoženja - točke,
- posamezni vlagatelj ima v lasti lahko največ 5% sklada.

S pristopno izjavo k vzajemnemu skladu si odprete investicijski račun. Ko je račun odprt, lahko v vzajemni sklad vlagate kadarkoli oziroma ko imate možnost. Račun lahko po dvigih denarja iz sklada ostane prazen in nanj lahko kasneje zopet vplačujete. Vplačuje se preprosto, in sicer s predtiskano položnico.

Pri varčevanju v vzajemnih skladih ni nikakršnih pogodbenih obveznosti in pogodbenih kazni, na katere naletimo pri nekaterih drugih oblikah varčevanja (vezane vloge, življenjsko zavarovanje, nacionalna stanovanjska varčevalna shema), ki znajo pri prekinitvah zaradi nepredvidenih okoliščin popolnoma pokvariti doseženi donos.

Tudi izplačevanje iz sklada je preprosto (ni periodičnega izplačila »obresti« kot pri bankah). Svoj denar lahko »dvigujete« po želji, ni nobenih količinskih ali časovnih omejitev. Vse kar je potrebno storiti je, da pošljete ustrezno izpolnjen zahtevek za izplačilo na družbo, ki sklad upravlja. Nakazilo denarja na vaš bančni račun bo izvršeno v zakonskem roku petih delovnih dni od prejetja zahtevka. Vsa plačila in izplačila potekajo v tolarjih.

Davčni vidik

Po trenutnem Zakonu o dohodnini je dobiček fizičnih oseb (razlika med prodajno in nakupno vrednostjo), ki je nastal s prodajo točk vzajemnega sklada vsaj prej kot tri leta po njihovem nakupu, obdavčen. Če pa je med nakupom točk (vplačilom denarja) in prodajo točk (izplačilom denarja) minilo več kot tri leta, je tak dobiček popolnoma neobdavčen. Če je vlagatelj v vzajemni sklad pravna oseba, se dobiček ob prodaji točk šteje med prihodke pravne osebe in je podvržen Zakonu o davku od dobička pravnih oseb (ZDDPO).

Preglednost

Vrednosti točk skladov so dnevno objavljene v tečajnici, ki jo najdete v dnevnem časopisju (Delo, Dnevnik, Večer, Finance) in na spletnih straneh. V vsakem trenutku lahko izveste, koliko je vredno vaše premoženje. Število točk, ki jih imate v posameznem vzajemnem skladu enostavno pomnožite z vrednostjo vzajemnega sklada, v katerega ste naložili svoja sredstva.

Vlagateljem morajo biti na sedežu upravljavca v vsakem trenutku na voljo ažurni prospekt in veljavna pravila upravljanja vzajemnega sklada, prav tako tudi zadnje revidirano letno poročilo vzajemnega sklada.

Obročno vplačevanje

Gre za eno izmed oblik vplačevanja v vzajemni sklad. Če vlagatelj vplačuje obročno, npr. vsakega 15 v mesecu, pridobi s časom potrebno disciplino, ki je potrebna za doseganje dobrih rezultatov, saj je varčevanje v vzajemnih skladih dolgoročna naložba. Ob tem je potrebno poudariti, da lahko vlagatelj kadarkoli izpusti kakšen obrok, saj k vplačevanju v vzajemne sklade ni obvezan z nobeno pogodbo.

Z rednim mesečnim vplačevanjem vlagatelj pridobi še eno pomembno prednost, možnost dodatnega dobička zaradi upoštevanja metode povprečnega stroška (MPS) ali v svetu znanega pod imenom Cost Average Effect ali Dollar Cost Averaging. Primer izračuna števila točk je prikazan v tabeli 4.

Tabela 4: Izračun števila točk

Priliv na račun 04.06.2002	10.000,00 SIT
Vstopna provizija (3% na vplačilo)	$(10.000,00 * 3) / 103 = 291,26$ SIT
Naložbe v sklad	$10.000,00$ SIT - $291,26$ SIT = $9.708,74$ SIT
VEP (Galileo na dan 04.06.2002)	1.515,02
Število točk	$9.708,74 / 1.515,02 = 6,4083$

Vir: Lastni izračuni in tečajnica v časniku Delo z dnem 04.06.2002.

Prihranek časa

Z nakupom delnic ali točk vzajemnega sklada investitor prihrani del časa, ki bi ga porabil pri neposrednem investiranju v vrednostne papirje. Izbiro vrednostnih papirjev in vse druge dejavnosti z zvezi z investiranjem prepusti družbi, ki sklad upravlja.

2.5.2. Slabosti investiranja v vzajemne sklade

Slabosti investiranja v vzajemne sklade, se kažejo predvsem v zaračunavanju provizij, poleg tega investitor izgubi del moči, da premoženje oblikuje in upravlja natančno po svojih željah (vstopi in izstopi iz sklada običajno povzročajo precejšnje stroške).

Stroški vlaganja

Pristop k skladu je pri slovenskih skladih brezplačen, ravno tako ni nobenih stroškov »vodenja računa«. Za razliko od nekaterih tujih skladih, kjer je to drugače opredeljeno. Pri varčevanju v vzajemnih skladih obstajajo vstopna, izstopna in upravljavska provizija. Vstopna in izstopna provizija sta izraženi v odstotku od zneska vplačila oziroma izplačila. Vsota vstopne in izstopne provizije ne sme presegati 3% na vsak vplačani ali izplačani znesek. Vstopna provizija je vezana na vrednost točke ob vstopu (vplačilu), izstopna provizija pa na vrednost točke na dan izstopa (prodaje oziroma unovčenja točk).

DZU si lahko izplača največ 2% upravljavske provizije od povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega sklada, ki ga ima v upravljanju. Upravljavska provizija je že vsebovana v vsakodnevno objavljeni vrednosti točke vzajemnega sklada. Vse višine provizij so vnaprej znane in javno dostopne v prospektu in pravilih upravljanja vzajemnega sklada (za razliko od npr. klasičnega življenjskega zavarovanja, kjer stroški strankam niso znani).

Po odbitju upravljavske provizije so vlagatelji deležni celotnega preostalega dobička, doseženega s trgovanjem z vrednostnimi papirji (v nasprotju z individualnim upravljanjem portfelja pri borzni hiši, kjer si borzna hiša običajno vzame še dodaten delež doseženega dobička).

Razen omenjenih treh provizij vlagatelj drugih stroškov nima, če zanemarimo malenkostne stroške nakazil na banki (položnica ali trajnik).

Pomembna pomanjkljivost slovenskih vzajemnih skladov je, da zakonodaja slovenskim vzajemnim skladom trenutno dovoljuje, da v tuje vrednostne papirje investirajo le 10% celotnega premoženja. Takšna omejitev je nesmiselna, saj tako ni mogoče doseči zadovoljive mednarodne razpršitve naložb teh skladov. Slovenski vzajemni skladi so zato primerna naložba le v primeru, če investitor za večjo mednarodno razpršitev premoženja poskrbi sam (Kleindienst, 2001, str. 473).

Slabosti investiranja v vzajemne sklade predstavljajo: omejenost tipov vrednostih papirjev oziroma vrednostnih papirjev, v katere sklad investira, visoki stroški trgovanja in obračanja portfelja, zahtevno davčno planiranje (Dimovski, Gregorič, 2000).

2.6. VREDNOST PREMOŽENJA IN DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV

VEP oziroma vrednost enote premoženja vzajemnega sklada, ki se izračunava vsakodnevno, dobimo tako, da od sredstev odštejemo obveznosti in rezervacije investicijskega sklada (Mramor, 2000, str. 100).

$VEP = (\text{celotna sredstva} - (\text{obveznosti} + \text{rezervacije})) / \text{število enot v obtoku}$

Vrednost enote premoženja se določi v skladu z metodologijo za izračun čiste vrednosti investicijskega sklada in VEP vzajemnega sklada, ki jo predpiše Agencija za trg vrednostnih papirjev. Po tej metodologiji se VEP določa tako, da se dnevna čista vrednost vzajemnega sklada deli s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku (Dimovski, 2000, str. 175-176).

Donosnost naložbe= Donos VP / Cena VP

VEP se giblje med prodajno in odkupno ceno enote premoženja. Prodajna cena enote premoženja se izračunava tako, da se k vrednosti enote prišteje vstopno provizijo, odkupna cena enote premoženja pa je enaka vrednosti enote zmanjšani za izstopno provizijo. Torej, ob vplačilu se vlagatelju zaračuna vstopno provizijo, ob izplačilu pa izstopno provizijo. Za proviziji je značilno, da se od sklada do sklada razlikujeta, skupaj pa ne smeta presežati 3% vrednosti investicijskega kupona.

Vlagatelj ob pristopu v vzajemni sklad dobi investicijski kupon in tako postane lastnik sorazmernega dela vzajemnega sklada. Investicijski kupon ima poleg označbe, da gre za investicijski kupon vzajemnega sklada, katerega upravlja DZU, še naslednje glavne oznake: serijsko številko, število enot, na katerega se glasi, ime kupca, oznako o neprenosljivosti na drugo osebo, pravice, ki izhajajo iz investicijskega kupona, kraj in datum izdaje ter faksimile odgovorne osebe DZU. Investitorju investicijskega kupona vzajemnega sklada je tako zagotovljena razpršenost naložb v okviru politike naložb posameznega vzajemnega sklada.

2.6.1. Metoda povprečnega stroška (MPS) oziroma Cost Average Effect⁸

Ena izmed osnovnih značilnosti trga kapitala je stalno nihanje cen vrednostnih papirjev kot posledica *ponudbe in povpraševanja*. To nihanje pa se glede na sestavo portfelja vzajemnih skladov odraža tudi v naraščanju in padanju vrednosti enote premoženja (točke) vzajemnih skladov (VEP). Zaradi tega se precej vlagateljev znajde v dilemi, kdaj je pravi trenutek za vložek. Ker nas odlašanje lahko drago stane, poleg tega pa večina ljudi tudi nima ustreznega znanja za špekulacije glede pravega trenutka za nakup, se je v svetu razvil poseben način vlaganja, ki omogoča vlagateljem izkoriščanje tržnih nihanj in posledično izboljšanje donosov. Ta način vlaganja v ZDA imenujejo **Dollar Cost Averaging** (Fredman, 1993, str. 183-185), pri nas ga poznamo kot metodo povprečnega stroška, v nadaljevanju **MPS**.

Vlagatelji se pogosto sprašujejo, kdaj je pravi čas za začetek vlaganj. Pri tem je v veliko pomoč metoda MPS. Metoda MPS izbriše negotovost, ki jo ima vlagatelj ob nakupu točk, hkrati pa izkoristi nihanja v gibanju vrednosti točk vzajemnega sklada. MPS je zelo preprost način vlaganja v vzajemni sklad.

⁸ Povzeto po: [URL: <http://www.vzajemci.com/vsebina/MPS.htm>], 15.07. 2002.

Vlaganje pri MPS-u je preprosto vplačevanje enakih zneskov, v enakih časovnih obdobjih (npr. 100 dolarjev vsakega 01. v mesecu). Ta način vlaganja ima vgrajeno inteligentno zaščito. Ko je vrednost točke nižja, kupite za isti znesek več kot takrat, ko je vrednost točke višja. Če upoštevate MPS, bo povprečna cena točke, po kateri ste točke kupovali, zelo verjetno nižja od povprečne vrednosti točk na nihajočem trgu.

Če gledamo tako, so nihanja celo zaželena, zato je tak način vlaganja primeren za vlagatelje, ki lahko vsak mesec vlagajo enak znesek, za vlagatelje, ki vlagajo dolgoročno in se lahko uprejo skušnjavi, da prenehajo vplačevati v obdobjih nestanovitnih razmer na trgu, ter tiste, ki so že vložili kakšen večji znesek, pa bi želeli nadaljevati z mesečnimi vložki.

Vlagatelj je s 100 evri kupil več točk, ko so bile vrednosti nižje in manj točk, ko so bile vrednosti točk višje. Strošek nakupa je bil nižji od povprečne vrednosti točk v nekem obdobju⁹.

Opozoriti pa velja, da MPS ne zagotavlja večjega dobička, kot če bi vsa sredstva vložili v sklad v enkratnem znesku. Najdejo se tudi tako izkušeni svetovalci, ki se znajo približati najbolj ugodnemu trenutku za nakup, vendar so v manjšini.

MPS bo večini vlagateljev zaradi nihajočih tečajev še dodatno povečala dobiček v času rastočih tečajev in zmanjšala, včasih celo izničila izgubo v času negativnih dogajanj na borzi.

2.7. KATERI VZAJEMNI SKLAD JE USPEŠEN OZIROMA KAKO IZBRATI PRIMEREN VZAJEMNI SKLAD

Vemo, da so si vzajemni skladi različni, če ne že po obliki, pa po kakšni drugi karakteristiki. Vrsta vprašanj, ki se pojavijo pri izbiri vzajemnega sklada, je namreč enakih oziroma zelo podobnih vprašanjem, ki zadevajo neposredno investiranje v vrednostne papirje. To pravzaprav ni nič nenavadnega, saj je investiranje v vzajemne sklade le posreden nakup vrednostnih papirjev.

Investitor naj pri izbiri primernega sklada sledi naslednjim osnovnim načelom (Kleindienst, 2001, str. 485-491):

- ***Skladnost s priporočljivo strateško sestavo premoženja;*** investitor to doseže tako, da svoje prihranke naloži v mešani vzajemni sklad, katerega sestava je enaka ali vsaj podobna strateški sestavi in le te razporedi v dva ali več vzajemne sklade.

⁹ Glej prilogo 2.

- **Pristop k investiranju (investicijska politika) in investicijski cilji¹⁰**; investitor naj bi se odločil med aktivnim in pasivnim upravljanjem premoženja, ali pa za ustrezno kombinacijo obeh tipov skladov.
- **Pretekla uspešnost vzajemnega sklada**; investitor naj ne bi le izbiral med skladi, ki so se v preteklosti izkazali za najbolj uspešne, ker je pretekla (ne)uspešnost slab kazalec (ne)uspešnosti, temveč vsaj še med povprečno uspešnimi, po načelu previdnosti pa naj bi izločil tiste sklade, ki so se v preteklosti izkazali za najmanj uspešne.
- **Stroški sklada**; investitor naj bi se izogibal vzajemnim skladom, ki povzročajo in obračunavajo nadpovprečno visoke provizije oziroma stroške.
- **Velikost sklada in njegovega upravitelja**; majhni vzajemni skladi težko dosežejo uspešnost velikih, če že ne zaradi česa drugega, zato, ker so stroški njihovega upravljanja običajno višji kot v večjih skladih. Poleg tega upravitelji, ki upravljajo večje število vzajemnih skladov, investitorju dostikrat omogočajo zelo poceni prestopanja iz enega vzajemnega sklada v drug vzajemni sklad.
- **Stopnja specializacije sklada**; investitor naj bi svoj portfelj najprej razporedil v dobro razpršene splošne vzajemne sklade, investiranje v specializirane sklade pa naj bi bilo le kot dopolnilo tako zgrajenemu osnovnemu portfelju, saj le ti skladi prinašajo preveč tveganja, da bi lahko tvorili investitorjev osnovni portfelj.

Velja pravilo, da sklad, ki v določenem obdobju ustvari največjo donosnost, ni nujno najbolj uspešen. Delnice so v povprečju bolj tvegana naložba od obveznic, medtem ko je premoženje, ki ga uvrščamo med denarne rezerve, najmanj tvegano. Sledi, da je v normalnih okoliščinah povsem razumljivo, da bodo skladi v povprečju tem bolj tvegani, čim večji delež naložb bodo razporedili v delnice, ti skladi pa naj bi investitorjem dolgoročno prinašali najvišjo donosnost prihrankov.

Investitor mora biti pri ocenjevanju pretekle uspešnosti vzajemnih skladov pozoren tako na njihovo preteklo donosnost kot na prevzeto tveganje. Prav tako velja, da je uspešnost določenega vzajemnega sklada moč oceniti le na daljši rok (pet let in več).

Tako tudi velja, da če se je v času ocenjevanja uspešnosti zamenjal upravitelj, je pretekla uspešnost sklada še toliko manj pomembna.

Poleg tega je treba pri uspešnosti vzajemnega sklada upoštevati tudi vse stroške, ki so povezani z investiranjem v takšen sklad. Precej skladov teh stroškov pri navajanju pretekle donosnosti ne upošteva, še posebej radi izpuščajo vhodne provizije.

Na konce je pomembno, da investitor ne daje ocenam uspešnosti prevelikega pomena pri napovedovanju njihove prihodnje uspešnosti.

¹⁰ Glej tudi Lubej, 2001a, str. 12-13.

3. VARČEVANJE

Ljudje lahko svoje prihranke oplemenitijo na različne načine, toda le malo jih pozna vse možnosti varčevanja, ki jih ponuja slovenski finančni trg. Glede na pretekle navade slovenskega prebivalstva oziroma slovenskih gospodinjestev, lahko ugotovimo, da večina le teh še vedno varčuje v bankah, ne glede na to, da so nezadovoljni z nizkimi obrestnimi merami na bančne vloge. Seveda poznamo tudi druge načine varčevanja za doseg do nosne naložbe in eden izmed njih je varčevanje v **vzajemnih skladih**.

Še posebno v zadnjem času se varčevalne navade menjajo, kar je opazno tudi v javnosti, saj je opazen vedno večji priliv sredstev v vzajemne sklade, opazno je tudi vedno večje število vlagateljev v vzajemne sklade (glej prilogo 4).

Kljub vsemu pa imamo v primerjavi s skladi v ostalih državah glede na višino slovenskega bruto domačega proizvoda na prebivalstva precej skromne vloge, saj so za leto 2000 znašale le 29\$ na prebivalca¹¹. To je manj kot so imele Poljska, Češka in Madžarska, tudi precej manj od sredstev v skladih iz držav EU, ki so po višini BDP primerljive s Slovenijo (Portugalska, Grčija), več imamo edino od Rusije in Indije ([URL:http://www.vzajemci.com/graficni_prikazi/vs_per_capita.htm], 15.06.2002). Kljub vsemu smo še vedno narod bančnih varčevalcev.

Pojavlja se vprašanje, zakaj Slovenci še ne tako množično varčujemo v vzajemnih skladih (Kodrič, 2002a, str. 4). Vemo, da je Slovenija v zadnjih letih zaostala za mnogimi tranzicijskimi državami po količini prihrankov v vzajemnih skladih v primerjavi z bankami, razlogi za to pa so predvsem v:

- nepoučenost o varčevanju v vzajemnih skladih v zadnjih letih,
- nezaupanje v koncept vzajemnega sklada (predvsem zaradi preteklih dogajanj na kapitalnem trgu),
- davek na kapitalnem trgu (kot vemo, obresti do sedaj še niso bile obdavčene),
- nedostopnost vzajemnih skladov (okenca, podružnice),
- odsotnost tujih ponudnikov vzajemnih skladov (v zadnjem času tudi ti prihajajo k nam),
- slabi pretekli rezultati vzajemnih skladov.

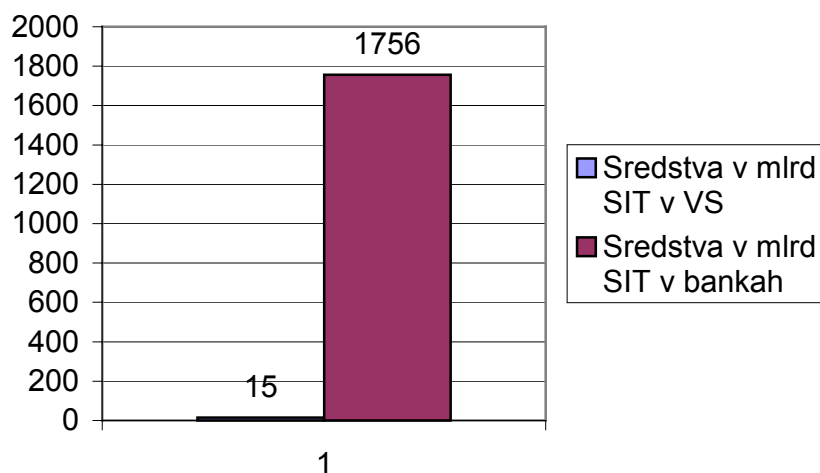
Kot očitni razlog, zakaj ni bilo varčevanje v vzajemnih skladih privlačno za večino prebivalstva v Sloveniji, pa naj navedem finančne razmere, ki niso omogočale omenjenega varčevanja v vzajemnih skladih v preteklih letih. Do sedaj v vzajemnih skladih pri nas varčujejo predvsem varčevalci, ki so v starostnem razredu med 45 in 64 let in so v višjem dohodkovnem razredu ter imajo nadpovprečno izobrazbo (Androjna, 2002, str. 20).

¹¹ Glej prilogo 3.

Anketa je tudi pokazala, da osebe, ki varčujejo v vzajemnih skladih od družb za upravljanje pričakujejo nižje provizije, boljše informiranje, večjo dostopnost, udobnejše opravljanje storitev preko interneta, večjo izbiro skladov.

Potem ko so slovenske banke začele zniževati obresti na vezane vloge, je prebivalstvo začelo prenašati prihranke na kapitalni trg. Posledica tega je bilo vedno večje povpraševanje po vrednostnih papirjih in dvig cene le teh. Vidimo lahko, da se je obseg sredstev v vzajemnih skladih od konca leta 2001 do meseca avgusta 2002 že več kot podvojil. Razlog za tak porast naložb v vzajemne sklade je treba iskati v zniževanju obresti v poslovnih bankah in razcvet na borzi. Predvsem se pozna tudi vedno večja seznanjenost ljudi z vzajemnimi skladi. Zasluga za to gre predvsem vedno večji obveščeniosti. Slika 8 prikazuje sredstva prebivalstev Slovenije v bankah in sredstva v slovenskih vzajemnih skladih v milijardah SIT na dan 31.12.2001.

Slika 8: Sredstva prebivalcev Slovenije v bankah in sredstva v slovenskih vzajemnih skladih v milijardah SIT na dan 31.12.2001



Vir: Vzajemni skladi, 2002.

3.1. POPULARNOST VARČEVANJA V VZAJEMNIH SKLADIH

Ljudje smo bili na banke do sedaj navajeni in v določeni meri celo prisiljeni, saj smo pri njih dobivali plače, kredite in račune smo imeli pri njih. Vzajemni skladi so na našem trgu nekaj novega in le počasi se slovensko prebivalstvo navaja na vzajemne sklade kot eno izmed glavnih oblik dolgoročnega varčevanja.

Toda predvsem v zadnjem letu postajajo vedno bolj zanimivi in privlačni za prebivalstvo, predvsem zaradi njihovega *donosa*. Že lani so dosegli v povprečju med 20 in 25% donos. Najvišji donos med vzajemnimi skladi je bil 60% (Kump, Dnevnik, 2002). Če primerjamo donose, ki jih dobimo pri vzajemnih skladih z donosi, ki jih ponujajo banke (med 10 in

17%), nam je jasno, zakaj postajajo vzajemni skladi vedno bolj popularni, pomembna prednost pri njih je tudi ta, da iz njih lahko kadarkoli *izstopimo*. To je likvidnostna prednost, pred manj donosnimi, a relativno bolj varnimi bančnimi vezavami.

Za popularnost skladov je veliko storila vlada s spodbujanjem *zniževanja obrestnih mer*. Z začetkom leta je obljubila odpravo revalorizacije za vse vloge v bankah, krajše od enega leta. Še več bo vlada za priljubljenost vzajemnih skladov naredila v prihodnosti, saj se na Ministrstvu za finance dogovarjajo, oziroma so že pripravili zakon o dohodnini, ki naj bi skrajšal *čas obdavčljivih kapitalskih dobičkov* s treh na eno leto. S tem naj bi spodbudili naložbe v vzajemne sklade. Hkrati naj bi ta zakon uveljavil tudi *obdavčevanje bančnih obrestnih mer* nad določenim zneskom.

3.1.1. Zakaj naj bi se odločili za varčevanje v vzajemnih skladih?

Slovenci bomo v prihodnosti vedno bolj varčevali v vzajemnih skladih, uvideti moramo samo še svetlejše, uporabnejše strani te oblike varčevanja.

Vsi se zavedamo, da moramo varčevati za različne namene, predvsem moramo varčevati dolgoročno to je vsaj 5, 10 ali več let, še posebej če hočemo zbrati dovolj veliko vsoto denarja. Vedno bolj nam postaja jasno, da banke niso več primerne za tako obliko varčevanja, predvsem zaradi tega, ker nam prepustijo premajhen dobiček (to je še posebno opaziti v zadnjem času, ko smo priča zmanjševanju bančnih pasivnih obrestnih mer). Prav tako zavarovalnice niso več primerne za tako obliko varčevanja, ker so namenjene zavarovanju in ne varčevanju.

Ena od možnosti je investiranje v dobra podjetja, in sicer z nakupom njihovih delnic. Problem se pojavi, ker so za pravilno odločitev potrebne informacije, dostop do njih pa zahteva veliko stroškov in časa ter znanja. Stroškov si ne smemo privoščiti, časa nikoli nimamo, analitskega znanja povprečen Slovenec tudi nima.

Problem pri investiranju je tveganje, ki se pri tem pojavi. Tveganje zmanjšamo oziroma obratno varnost naložb povečamo tako, da kupimo delnice večjega števila podjetij. Zaradi tveganja je potrebno kapital razpršiti, za posameznika pa je to težko, saj ena delnica uspešnega podjetja stane več 10 tisočakov.

Rešitev za vse probleme ponujajo vzajemni skladi oziroma finančni strokovnjaki, ki se ukvarjajo z upravljanjem premoženja. Problem informacij in znanja potrebnih za vrednotenje rešijo strokovnjaki, ki so zaposleni v družbah za upravljanje, in ki to delo opravljajo strokovno in profesionalno namesto malih investitorjev. Za razpršitev kapitala je dobro preskrbljeno, saj v sklad vlaga veliko število vlagateljev z majhnimi, a številnimi sredstvi, kar omogoča dobro razpršenost kapitala. Za razpršenost je dobro poskrbljeno, saj razpršijo investicije tudi v različne regije in celo države. Vzajemni skladi prihranijo tudi

čas in stroške, saj vlagatelji podpišejo le pristopno izjavo in se ne ubadajo z različni stroški, ki jih imajo ob nakupih in prodajah vrednostnih papirjev.

3.1.2. Primerjava varčevanja v vzajemnih skladih z drugimi oblikami varčevanja

Varčevanje v vzajemnih skladih je dolgoročna naložba poleg tega ima mnogo prednosti pred drugimi oblikami naložbe denarja, kot so vezane vloge pri bankah, rentno varčevanje, življenjsko varčevanje, nakup nepremičnin, nakup umetnin, trgovanje z vrednostnimi papirji (primerjava različnih oblik varčevanja je prikazana v tabeli 5).

Preden se odločimo za kakšno naložbo, je pametno pregledati vse lastnosti, ki naj bi jih zahtevalo varčevanje: varnost, likvidnost, donos, preglednost, fleksibilnost, davčne prednosti, tveganje in stroške varčevanja.

Tabela 5: Primerjava različnih oblik varčevanja

Vrsta naložb	Prednosti	Slabosti	Priložnosti
Vzajemni skladi	Strokovno upravljanje, visoki donosi, likvidnost, dostopnost	Odvisnost od nepredvidljivega kapitalskega trga	Večji pritok denarja v sklade, koncentracija lastništva na kapitalnem trgu
Obveznice	Varna naložba	Prenizki donosi	
PID-i	Velika podcenjenost, pripravljala se preoblikovanje v holdinge ali investicijske družbe	Slabo premoženje, ki so ga dobili ob zapolnitvi privatizacijske vrzeli	Ob zapolnitvi privatizacijske vrzeli in preoblikovanju je pričakovati rast pidovskih delnic
Nepremičnine	Varna naložba, prihodek od oddajanja	Visoke cene v mestnih središčih naj bi upadle	Nakup nepremičnin v mestih, ki jih bo povezala avtocesta in turistično zanimivih krajih
Umetnine	Uživanje v lepoti umetniškega dela	Visoke cene in majhno zanimanje vplivajo na nizke, včasih celo negativne donose	Nakupi mladih in še neuveljavljenih avtorjev
Delnice	Konsolidacija lastništva in prihod tujcev bosta dvignila tečaje nekaterih delnic	Dokaj tvegana naložba, še posebej v času recesije	Prevzemne tarče
Banke	Varna naložba z zagotovljenim donosom	Zniževanje obrestnih mer in uvedba fiksne obrestne mere	
Življenjsko zavarovanje	Zagotovljena izplačila ob doživetju	Ni likvidna	

Vir: Pinterič, 2002, str. 72.

Naložba naj bi vsebovala predvsem *varnost, donos in likvidnost*. Velja, da bolj ko je naložba varna, manj donosna je, in obratno. Za varnost poskrbimo sami in sicer z razpršitvijo naložb (v banko, v delnice, v vzajemni sklad, v zavarovalnice, nepremičnine). Pri likvidnosti pa moramo biti pozorni na to, da lahko vedno pridemo do denarja in tudi da lahko vedno pridemo do denarja v taki količini, kot smo ga vložili. Kratkoročna likvidnost je še vedno najbolj zagotovljena na tekočem računu v banki, za dolgoročno likvidnost pa je najbolj poskrbljeno v vzajemnih skladih. V banki lahko do denarja pridemo, le ko se nam steče vezana pogodba, v zavarovalnici smo vezani na zavarovalno pogodbo, dolgoročno nam nepremičnina veliko prinese, vprašanje je njena likvidnost. Tudi delnice same niso preveč likvidne, pa še od cene tečaja so odvisne.

Vemo, da so vzajemni skladi vedno bolj popularna oblika varčevanja, letos tudi najhitreje rastoča sestavina kapitalskega trga. Zanimivi postajajo predvsem zaradi njihovih visokih donosov v primerjavi z bančnimi vlogami, zaradi likvidnosti v primerjavi z nepremičninami in tudi dolgoročnimi bančnimi vlogami ter umetninami. Pomemben je tudi prihranek časa pri vzajemnih skladih v primerjavi z investiranjem pri delnicah, saj le tu porabimo več časa in tudi več znanja potrebujemo kot v primerjavi z vzajemnim skladom, kjer sklad strokovno upravljajo drugi.

3.1.3. Teoretični primer različnih oblik varčevanja

Značilno za varčevanje v vzajemnih skladih je, da gre za dolgoročno varčevanje, ki temelji na obrestno obrestnem računu (Lubej, 2001, str. 12-13).

Izbrane imamo 3 različne in sicer najpogostejše oblike varčevanja v zadnjem času tako z vidika privlačnosti kot z vidika ponudbe na trgu.

Primer se navezuje na 3 osebe, ki varčujejo 25 let (od leta 1975 do leta 2000) za namen pokojnine.

1. Prva oseba ima denar doma, zato od leta 1975 do leta 2000 vsak mesec da na stran 100 \$.
2. Druga oseba zaupa bankam, vrednostnim papirjem pa ne, zato vsak mesec od leta 1975 do leta 2000 vlaga na banko po 100 \$ in jih veže po 6% obrestni meri. Pri tem predpostavljamo, da so obrestne mere neobdavčene.
3. Tretja oseba od leta 1975 do leta 2000 vsak mesec vlaga po 100 \$ v vzajemne sklade. Po podatkih sodeč so uspešni vzajemni skladi v tem obdobju dosegli povprečno letno donosnost 12% in tudi več. Upoštevamo še, da je ob vplačilu vsakič vplačal vstopno provizijo upravljavcu sklada.

V tabeli 6 je prikazan hipotetični primer treh oseb, ki svoje prihranke razporejajo v različne naložbene oblike. To so tudi najpogostejše naložbene oblike trenutno pri nas.

Vsi trije so se leta 2000 upokojili. Svoje prihranke so si razdelili tako, da so še naslednjih 30 let prejeli enakomerne zneske skozi vsak mesec.

Tabela 6: Predvidene pričakovane vrednosti in predvidena pokojnina

Varčevalec	1. oseba	2. oseba	3. oseba
Prihranki	30 000 \$	69 299 \$	187 885 \$
Predvidena pokojnina	125 \$	458 \$	1 243 \$

Vir: Lubej, 2001, str. 12-13.

Že samo po tabeli sodeč je razvidno, katera oblika varčevanja oziroma naložbena oblika je najdonosnejša oziroma prinaša nam skozi vsa leta največje prihranke.

Število varčevalcev je vedno večje, za tako obliko varčevanje so jih prepričali predvsem povprečne donosnosti, ki so znatno višje od donosov, ki jih ponujajo banke. Povprečne donosnosti v petletnem obdobju najdonosnejših skladov se gibljejo okoli 20%. Vemo, da obstaja očitna razlika med varčevanjem pri npr. 10 ali 20% varčevanju. Za primerjavo podajam tabelo 7, ki prikazuje donose vzajemnega sklada Galileo.

Tabela 7: Donosi vzajemnega sklada Galileo

Vrste donosa	Donos v %
Letni donos v SIT	74,07
2-letni donos v SIT	87,96
3-letni donos v SIT	98,33
4-letni donos v SIT	160,53
5-letni donos v SIT	226,62
6-letni donos v SIT	302,17
7-letni donos v SIT	388,02
8-letni donos v SIT	485,99
9-letni donos v SIT	1.042,67
10-letni donos v SIT	1.963,53
Povprečni letni donos v SIT	41,72

Vir: Vzajemni skladi, 2002¹².

3.2. POKOJNINSKO VARČEVANJE

Dosedanji pokojninski sistem je od posameznika zahteval, da je skozi celotno delovno obdobje redno vplačeval prispevke za obvezno pokojninsko zavarovanje. V prihodnosti bo

¹² Glej tudi: [URL: <http://www.vzajemci.com/donosi/slovenija>], 20.09.2002.

posameznik dobil priložnost, da si v okviru tretjega naložbenega stebra del pokojnine priskrbi sam s prostovoljnim vplačevanjem pokojninskih prispevkov. To pomeni, da bo vsaka oseba, ki je vključena v sistem obstoječega pokojninskega zavarovanja, dobila pravico, do vplačevanja dodatnih denarnih sredstev na osebni varčevalni račun. Račun bo odprla sama, ali ga bo odprl delodajalec. Zaradi tega naj bi se oblikovali pokojninski skladi, ki naj bi prihranke zavarovancev plemenitili z nakupom delnic, obveznic in denarnih rezerv. Taka oblika pokojninskega varčevanja je že vrsto let uveljavljena v razvitih, anglosaških državah (Kleindienst, 2001, str. 43-54).

Dve vrsti pokojninskih skladov:

- ***Vzajemni pokojninski sklad.***

Delovali bodo kot klasični vzajemni skladi (ne bodo pravna oseba) in bodo v lasti zavarovancev oziroma investorjev. Vzajemni sklad se bo nadalje delil na :

- *Zaprt* - ustanovi ga delodajalec ali skupina le teh, vanj bodo vključene le osebe, ki so v delovnem razmerju pri delodajalcu, ki sklad ustanovi.
- *Odprt* – vanj je lahko kdorkoli vključen, le da ima sklenjeno obvezno pokojninsko zavarovanje.

Vzajemne pokojninske sklade lahko upravljajo: banke, zavarovalnice, ki imajo ustrezna dovoljenja za opravljanje tovrstnih dejavnosti, posle pa lahko prenesejo na DZU, ki imajo potrebna dovoljenja za opravljanje investicijskih skladov.

- ***Pokojninske družbe.***

Ta družba je pravna oseba – delniška družba, v katero se lahko vključi vsak posameznik.

Značilno za pokojninske sklade je, da bodo upravitelji zbirali premije prostovoljnega pokojninskega zavarovanja in vodili račune zavarovancev, upravljali premoženje ter obračunavali in izplačevali pokojninske rente. V zameno za to bodo zaračunavali provizije (vstopne in izstopne).

Posameznik bo imel pravico iz prostovoljnega dodatnega zavarovanja izstopiti ali prestopiti v drug vzajemni sklad.

Ena od prednosti (glej tabelo 8) take oblike varčevanja je v tem, da bodo varčevalci deležni davčnih olajšav, saj se jim bo znižala osnova za dohodnino za leto, v kateri je bila premija plačana. Slabost varčevanja v pokojninskih skladih je ta, da so skladi predvsem varna in nizko donosna naložba in zato primerna za manj premožne, starejše in konzervativnejše prebivalstvo, ki tveganja za pokojnino noče prevzeti. Osebe, ki prisegajo na varnost, bi podobno donosnost dobile tudi v bankah, za osebe, ki prisegajo na tveganje, bodo skladi na dolgi rok premalo tvegani, pričakovana donosnost pa prenizka.

Tabela 8: Prednosti in pomanjkljivosti pokojninskega varčevanja v pokojninskih vzajemnih skladih glede na varčevanje v klasičnih vzajemnih skladih

Prednosti	Pomanjkljivosti
Dodatne davčne olajšave.	Investitor ima manjšo svobodo pri razporeditvi prihrankov, saj klasični vzajemni sklad lahko zamenja precej lažje kot pokojninski sklad.
Pokojninski vzajemni sklad dodatno spodbuja disciplino posameznika za redno varčevanje (to sicer deloma spodbujajo tudi vzajemni skladi, ki ponujajo možnost varčevanja na osnovi izgradnega načrta).	Klasični vzajemni sklad investitorju daje možnost, da v primeru nenadnih finančnih potreb prihranke preprosto pretopi v gotovino, medtem ko mu pokojninski sklad te možnosti večinoma ne daje.
Pokojninski vzajemni skladi imajo zaradi stalnih virov pritokov prihrankov svobodnejše roke pri upravljanju naložb, kar lahko ugodno vpliva na njihovo uspešnost pri upravljanju premoženja.	Investitor lahko celotne prihranke iz vzajemnega sklada kadarkoli v celoti dvigne.
Stroški trženja pokojninskih skladov so lahko manjši od stroškov trženja klasičnih vzajemnih skladov.	Raznovrstnost vzajemnih pokojninskih skladov je manjša od raznovrstnosti klasičnih vzajemnih skladov.
Dodatni nadzor države in zajamčena minimalna donosnost skladov: ta nadzor je lahko prednost (večja varnost prihrankov), lahko pa je tudi pomanjkljivost, če država posega v delovanje upraviteljev skladov tako, da zmanjšuje ustreznost njihovih strokovnih odločitev.	Investitor v klasičnem vzajemnem skladu precej lažje doseže zanj najugodnejšo strateško razporeditev premoženja kot v vzajemnem pokojninskem skladu.
	Upravitelji klasičnih vzajemnih skladov imajo več spodbud za uspešno upravljanje premoženja. seveda te niso jamstvo, da bodo zaradi tega uspešnejši od upraviteljev vzajemnih pokojninskih skladov.

Vir: Kleindienst, 2001, str. 54-55.

4. PRIHODNOST VZAJEMNIH SKLADOV

Napovedi so vedno težke oziroma za njih bi lahko rekli, da so nevhvaležno opravilo. Vedno bolj se približujemo EU in z njo povezano liberalizacijo kapitalskih tokov ter s tem še večje zanimanje tujcev za slovenska podjetja in slovenske delnice. Po drugi strani naj bi tudi Slovenci pokazali (kar je vidno že sedaj) vedno večje zanimanje za vzajemne sklade in

drugačne alternative varčevanja ter tudi investiranje svojega kapitala v tujini (Lubej, 2002, str. 12).

Po letošnjih rezultatih sodeč vzajemni skladi pridobivajo vedno večje zaupanje slovenskih investitorjev. V prihodnosti lahko predvsem po zaslugi novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje pričakujemo bolj množično odločanje za varčevanje v vzajemnih skladih, ne le pri premožnejših investitorjih, temveč tudi pri povprečnih Slovencih. V tujini je glavni razlog za varčevanje v vzajemnih skladih zbiranje kapitala za dodatno pokojnino. Tudi Slovenci bi morali vedno bolj razmišljati v tej smeri (Lubej, 2001c, str. 12-13).

4.1. Z NOVIM ZAKONOM NOVE NALOŽBENE MOŽNOSTI

Predlog Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU) odpira za slovenske investitorje nove naložbene možnosti, poleg tega tudi bolj pestre organizacijske oblike (Androjna, 2002, str. 20).

Glede na to, kakšno rast kapitala so zabeležili v vzajemnih skladih, je regulatorje spodbudila, da z novim predlogom zakona utrdijo njihovo delovanje. Novi predlog prinaša številne novosti in z njimi povezane kakovostne spremembe.

4.1.1. Novosti, ki jih prinaša novi predlog ZISDU

Najpomembnejša novost, ki jo prinaša novi predlog ZISDU je velika sprostitev možnosti vlaganja investicijskih skladov v tuje vrednostne papirje. Do sedaj je bila omejitev na ravni 10%, po predlogu, pa bodo vrata odprta predvsem za nakupe na organiziranih trgih članic EU, pa tudi v druge tuje države. To je pomembna odločitev za vlagatelje vzajemnih skladov, saj jim je s tem omogočena razpršitev tveganja na široko (globalno) regijo (Androjna, 2002, str. 20).

Ena izmed pomembnejših sprememb je tudi sprostitev možnosti vlaganja v enote in delnice drugih investicijskih skladov in vlaganja v izvedene finančne instrumente. Predlog ZISDU ponuja tudi možnost ustanavljanja novih vrst investicijskih skladov: od *indeksnih investicijskih skladov* (cilj je natančno posnemanje sestave določenega indeksa), *namenski investicijski sklad* (specializiran za naložbe v določene gospodarske dejavnosti, panoge ali geografska območja), *sklad skladov* (imeti mora najmanj 90% naložb v investicijskih kuponih in delnicah investicijskih družb) ter *denarni sklad*. Investicijski skladi bodo za prebivalstvo postali zanimivi predvsem ob uvedbi davka na obresti.

Težko je napovedati v katero smer se bodo razvijali slovenski vzajemni skladi. Zato so nam na razpolago izkušnje drugih razvitih držav, posebno ZDA, kjer je panoga vzajemnih skladov izjemno razvita.

Pričakujemo lahko, da se bo v prihodnosti spremenila sestava vlagateljev v vzajemne sklade. Predvsem naj bi se znižala. V Sloveniji je že opazno, da se je v zadnjem letu, odkar so se sredstva v vzajemne sklade povečala oziroma, ko se je število vlagateljev povečalo, že začela oblikovati neka običajna sestava vlagateljev v vzajemne sklade. Med vlagatelji prevladujejo tisti, ki so v starostnem razredu med 45 in 64 let, so v višjem dohodkovnem razredu in imajo nadpovprečno izobrazbo. Za povprečnega vlagatelja je značilno, da pozna osnove poslovanja vzajemnih skladov. Pričakujemo lahko, da se bo povprečna starost vlagateljev znižala, poleg tega se bo znižal tudi dohodek in finančno premoženje povprečnega vlagatelja.

V prihodnje pričakujemo, da se bo širši del slovenskega prebivalstva odločil za dolgoročneje varčevanje z rednimi mesečnimi vplačili. To naj bi bil glavni motivator za nadaljnjo rast vzajemnih skladov v Sloveniji, poleg tega še spremenjena obdavčitev kapitalskega dobička, ki naj bi prešla iz treh na eno leto, in obdavčitev obresti.

Kar se tiče vstopa tujih tekmecev na naš kapitalni trg, se nam jih ni treba bati, ker kratkoročno ne bo posebno prizadel slovenskih upraviteljev, zlasti ne tistih z visokimi donosi. Računamo lahko celo na »izvoz« nekaterih naših skladov v tujino. Predvsem pa bodo zelo močna konkurenca tistim domačim investicijskim skladom in drugim oblikam varčevanja, saj bodo njihovi stroški in učinkovitost poslovanja relativno privlačnejši. Večno konkurenčnost skladov je mogoče doseči z zniževanjem transakcijskih stroškov poslovanja (predvsem vstopne in izstopne provizije, provizija za upravljanje, stroški posredovanja in poravnave,...). Poleg tega bi bilo dobro vpeljati davčne spodbude, ki bi izboljšale in pospešile razvoj domačih vzajemnih skladov ([URL: <http://www.a-tvp.si/porocilo2001>], 10.09.2002).

4.2. PREOBLIKOVANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB

PIDI-i so bili ustanovljeni z namenom preoblikovanja družbenega premoženja in prestrukturiranja gospodarskih subjektov v učinkovitejše in fleksibilnejše sisteme. Z dokončno zapolnitvijo privatizacijske vrzeli ob prelomu v leto 2002 bodo izgubili vlogo privatizacijskega posrednika, za katero so dobili pooblastilo zakonodajalca. V skladu z Zakonom o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju PID-ov (Zakon o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju PID-ov, Uradni list RS, št. 50/99), bi se morali do 13.julija 2002 preoblikovati v institucije, ki so poznana v razvitih tržnih gospodarstvih. Zaradi procesa zagotavljanja premoženja za neizkoriščene lastninske certifikate so podaljšali rok za leto in pol za njihovo uskladitev z določbami Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.

4.2.1. Možne oblike preoblikovanja PID-ov

V Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje so zapisane možne oblike preoblikovanja PID-ov.

Možnih alternativ ni veliko, glavni načini preoblikovanja PID-ov so:

- preoblikovanje v vzajemne sklade (odprti investicijski skladi),
- preoblikovanje v investicijske družbe (zaprti investicijski skladi),
- preoblikovanje v redne delniške družbe ali v javno finančne holdinge.

Preoblikovanje v vzajemne sklade

Vzajemni skladi predstavljajo institucionalno najbolj učinkovito obliko, tako ta upravljavce kot za vlagatelje. Predvsem zaradi tega, ker se lahko slednji hitro in brez večjih stroškov odločijo za vstop ali izstop iz njega, med upravljavci pa obstaja večni boj za nove vlagatelje. Uspešni skladi tako beležijo večje število vlagateljev in še osnova za provizijo se jim povečuje. Lahko rečemo, da so interesi upravljavcev in vlagateljev izenačeni, sama zaščita vlagateljev je boljša zaradi možnosti izplačila neposredno od upravljavcev (Bogdanovski, 1998, str. 13).

Pogoj za oblikovanje v vzajemni sklad je, da je v PID-u ali v njegovem delu, ki se preoblikuje, vsaj 90 % naložb tržnih. Ta pogoj je potreben, da se izplača vlagatelje, ki zapuščajo sklad po čisti vrednosti enote premoženja. Ta lastnost vzajemnega sklada posredno ščiti vlagatelja pred slabim upravljanjem sklada (Jašovič, 1999, str. 30).

Prednosti preoblikovanja v vzajemne sklade bi pridobili predvsem obstoječi delničarji PID-ov, saj bi se jim povečala predvsem likvidnost, pridobili bi tudi z odpravo razlike med tržno ceno delnice in čisto vrednostjo sredstev. Pole tega primerjava donosnosti naložb v vzajemnih skladih in v PID-ih pokaže, da so vzajemni skladi bolj donosni, saj so v tem primeru družbe za upravljanje prisiljene poslovati bolj uspešno in sposobno (Zajec, 2000, str. 72-73).

Poleg prednosti obstajajo tudi slabosti preoblikovanja v vzajemni sklad. Tu gre predvsem za obstoj nevarnosti zlorab ob vnovčevanju delnic po čisti vrednosti sredstev, kar bi škodovalo predvsem malim delničarjem. Ob preoblikovanju namreč obstaja nevarnost, da družbe za upravljanje (imajo tudi največji delež delnic PID-ov) takoj prve vnovčijo svoje delnice pred drugimi vlagatelji, in sicer po dnevni ceni, ki je prvi dan na ravni teoretične vrednosti in praviloma najvišja. Tu bi lahko prišlo do pospešenega vnovčenja delnic s strani DZU, kar bi povzročilo prodajanje najprej dobrih naložb in temu bi sledilo zniževanje čiste vrednosti sredstev za preostale investitorje.

Preoblikovanje v investicijske družbe

PID-i so po svoji osnovni obliki zaprti investicijski skladi, zato se preoblikovanje v investicijsko družbo zdi najboljša rešitev. Vendar tudi ta rešitev ni enostavna.

Omejitve naložb za investicijsko družbo so manj stroge kot za vzajemni sklad, saj je dovolj le 60% tržnih naložb med vsemi naložbami. Obvezna je tudi razpršitev naložb.

Eden izmed glavnih razlogov za tako obliko preoblikovanja, je investiranje sredstev v naložbe s pričakovano visoko stopnjo donosa na dolgi rok. To so predvsem naložbe v vrednostne papirje na razvijajočih se trgih, za katere se v prihodnosti pričakuje, da bodo uvrščeni na organiziran trg vrednostnih papirjev, ali pa naložbe v majhna (poceni) podjetja, ki so trenutno v krizi. To so predvsem podjetja, ki razvijajo nove neznane tehnologije (informatika, genetika, bioinženiring,...) in ki zaradi visokega tveganja ne uspejo dobiti bančnih kreditov. Veliko zaprtih investicijskih skladov, ki investirajo sredstva v takšne naložbe, ne prodajo teh naložb vse dokler ne postanejo tržne (z njimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev) oziroma dokler podjetja, v katera so investirali sredstva ne postanejo uspešna (cena njihovih delnic se poveča). Takšni zaprti investicijski skladi lahko po uspešni prodaji naložb gredo v likvidacijo, se preoblikujejo v vzajemni sklad ali pa ponovno investirajo sredstva kot zaprti investicijski sklad v že omenjeno vrsto naložb. V razvitem svetu je običajno, da dokler se nek trg razvija (majhno število in nelikvidnost vrednostnih papirjev na borzi) poslujejo skladi kot investicijski skladi, ko pa dosežejo določeno stopnjo razvoja in ko postanejo vrednostni papirji likvidni, postanejo le ti običajno vzajemni skladi (Zajec, 2000, str. 80-81).

Pri opredeljevanju za investicijske sklade ali za vzajemne sklade so pomembne tudi značilnosti vlagateljev v posamezno obliko investicijskih skladov. Značilno za investitorje, ki imajo visoke dohodke, je ta, da vlagajo sredstva v zaprte investicijske sklade, saj predstavljajo le ti veliko bolj tvegano naložbo.

Preoblikovanje v redne delniške družbe (javno-finančne holdinge)

Prvi holdingi so nastali že leta 1996 in 1997. ZISDU-1 dopušča nadaljnjo večinsko preoblikovanje PID v javno-finančne holdinge (v nadaljevanju JFH) in jim tudi določi minimalne kriterije za strukturo njihovih naložb ter minimalni nadzor Agencije za trg vrednostnih papirjev. Za JFH je značilno, da ni več pod nadzorom ATVP. S tem se izognejo neposrednemu nadzoru regulatorja in nevarnostim sankcij (izgube licence), če njihovo ravnanje ni v skladu z zakonom. Za JFH ne veljajo določila ZISDU glede razpršenosti naložb, kot tudi ne določila glede razpršenosti lastništva. Tudi omejitve glede najvišje provizije v JFH ni več. Delničarji lahko vplivajo na upravo delniške družbe samo preko na skupščini izvoljenih članov nadzornega sveta.

JFH na slovenskem kapitalskem trgu ne more nadomestiti pozitivne vloge odprtih vzajemnih skladov. Poglavitni cilj zagovornikov preoblikovanja PID v JFH ni nič drugega

kot na hitro in z velikimi diskonti pokupiti delnice malih delničarjev in koncentrirati kapital, s katerim upravljajo DZU, po možnosti pred vstopom v EU. Cena delnice navadnih (rednih) delniških družb, katerih cena se oblikuje le na podlagi ponudbe in povpraševanja na trgu (večinoma sivem), se namreč že danes določajo s 70% diskontom pod nominalno vrednostjo. Ob vstopu v EU, jih slovenskim lastnikom ne bo težko prodati s kapitalskim dobičkom, saj takrat lahko pričakujejo povečanje likvidnosti slovenskega kapitalskega trga (Mnenje k ZISDU-1, 2002, str. 10-11).

SKLEP

Vzajemne sklade, ki so v svetu že vrsto let uveljavljena oblika varčevanja, pri nas poznamo že 10 let, a v preteklih letih ni bilo pretiranega zanimanja za varčevanje v tej opisani naložbeni obliki. V zadnjem času se pojavljajo spremembe na tem področju, saj je zabeleženo vedno več sredstev varčevalcev v vzajemne sklade.

Vedno se sprašujemo, kam se spleča vlagati denarna sredstva. Odgovor ne more biti splošen, saj se ljudje razlikujemo po osebnostnih lastnostih, željah, potrebah in zmožnostih. Vsekakor je dobro imeti denarna sredstva razpršena med več različnih naložbenih oblik, tako v bančne vloge, kot v druge oblike dolgoročnega varčevanja. Glede na pretekle navade slovenskega prebivalstva oziroma slovenskih gospodinjstev, lahko ugotovimo, da večina še vedno varčuje v bankah, kljub temu, da so nezadovoljni z nizkimi obrestnimi merami na bančne vloge.

V zadnjem času postajajo vzajemni skladi vedno bolj popularna oblika varčevanja, saj ima veliko prednosti pred ostalimi naložbenimi oblikami. Te so: dnevno spremljanje vrednosti prihrankov, razne davčne olajšave in prednosti, strokovno upravljanje premoženja, likvidnost naložbe. Naložba v vzajemne sklade je primerna predvsem za majhne vlagatelje, ki z manjšimi denarnimi sredstvi sami ne morejo zagotoviti razpršenosti naložb in s tem zmanjšanje naložbenega tveganja. Kljub vsemu pa imamo v primerjavi z ostalimi državami glede na višino slovenskega BDP-ja na prebivalca precej skromne vloge. Pred nami so celo Čehi, Slovaki, Madžari in celo Hrvati. Vloge na prebivalca so v letu 2000 znašale le 29\$. Zahvala temu gre predvsem zaradi slabih preteklih rezultatov vzajemnih skladov (afera Dadas), nepoučenost v varčevanje v vzajemne sklade, davek na kapitalskem trgu in odsotnost tujih ponudnikov vzajemnih skladov. Poleg tega varčevanje v preteklih letih ni bilo privlačno za večino prebivalstva v Sloveniji predvsem zaradi finančnih razmer, ki niso omogočale omenjenega varčevanja v vzajemnih skladih.

Za prihodnost lahko rečemo, da bodo vzajemni skladi pridobivali na zaupanju, predvsem po zaslugi novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) oziroma novosti, ki jih ta zakon ponuja. Te novosti se bodo kazale predvsem v sprostitev možnosti vlaganja v tuje vrednostne papirje, nastajali bodo nove oblike vzajemnih skladov,... Zaradi tega omenjenega novega zakona, lahko pričakujemo večje zanimanje za

vzajemne sklade in tudi bolj množično odločanje za alternativno obliko varčevanja – varčevanje v vzajemnih skladih. Predvsem naj bi se povprečna starost varčevalcev znižala, kot tudi finančno premoženje povprečnega varčevalca. Poleg tega se v prihodnosti pričakuje zakon, s katerim bodo obdavčene obresti na bankah. To bo najverjetneje pomenilo preusmeritev prihrankov prebivalstva iz bank v druge oblike naložb, predvsem lahko pričakujemo v vzajemne sklade.

V prihodnje se tudi predvideva preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb (PID) v vzajemne sklade oziroma v druge oblike, saj poteka sklepno obdobje poslovanje le teh. Tudi potem, ko bodo vsi lastniški certifikati med naložbami zamenjani v delnice in deleže podjetij, bodo številni PID-i imeli neprimerno sestavo naložb in preoblikovanje na želeni način bo morda precej težje tudi na dolgi rok. Zardi teh dogodkov potekajo uskladitve in dopolnitve k ZISDU.

Za konec lahko le dodam, da glede na zdajšnje dogajanje na kapitalskem trgu, vzajemni skladi tudi pri nas pridobivajo na vedno večjem pomenu.

LITERATURA

1. Androjna Roman: Vzajemnim skladom se z novim zakonom obetajo (še) boljši časi. Finance, Ljubljana 16.09.2002, str. 20.
2. Bogdanovski Jana: Poti nazaj ni. Agens časopis za privatizacijo, Ljubljana, 1998, 57, str. 13-14.
3. Bohorč Aleksandra: Investicijski skladi in družbe za upravljanje v Sloveniji ter nova zakonodaja. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 43. str.
4. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
5. Fredman Albert j., Wiles Russ: How Mutual Fund Work. New York: Institute of Finance, 1993. 334 str.
6. Hegler Katarina: Vzajemni skladi kot oblika varčevanja. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 48 str.
7. Jašovič Božo: Dileme o preoblikovanju PID-ov. Bančni vestnik, Ljubljana, 48, 1999, 10, str. 29-32.
8. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana Gospodarski vestnik: 2001. 542 str.
9. Kodrič Sandi: 10 let vzajemnih skladov. Dnevnik, Ljubljana, januar 2002, str. 32.
10. Kodrič Sandi: Zakaj (ne) varčujemo v vzajemnih skladih? Delničar, Ljubljana, marec 2002a, str. 4.
11. Kovač Stanislav: Zamolčane zgodbe slovenske tranzicije. Ljubljana: Založba mladinska knjiga, 1997. 266 str.
12. Kump Miran: Nova učna doba za varčevalce. Dnevnik – rubrika Tolar na tolar, Ljubljana, 12.4. 2002.
13. Lubej Samo: Kako izbrati vzajemni sklad? Večer – Premoženje, Maribor, 2001b, str. 12-13.
14. Lubej Samo: Leto 2001 je bilo uspešno. Večer – Premoženje, Maribor, 2001 str. 12.
15. Lubej Samo: Slovenski vzajemni skladi pridobivajo zaupanje. Večer – Premoženje, Maribor, 2001c, str. 12-13.
16. Lubej Samo: Vzajemni skladi – varčevalna alternativa prihodnosti. Večer, Maribor, junij 2001a, str. 12.
17. Pinterič Jan: Kam vlagati, ko banke nižajo obresti? Manager, Ljubljana, 15.04.2002, str. 72.

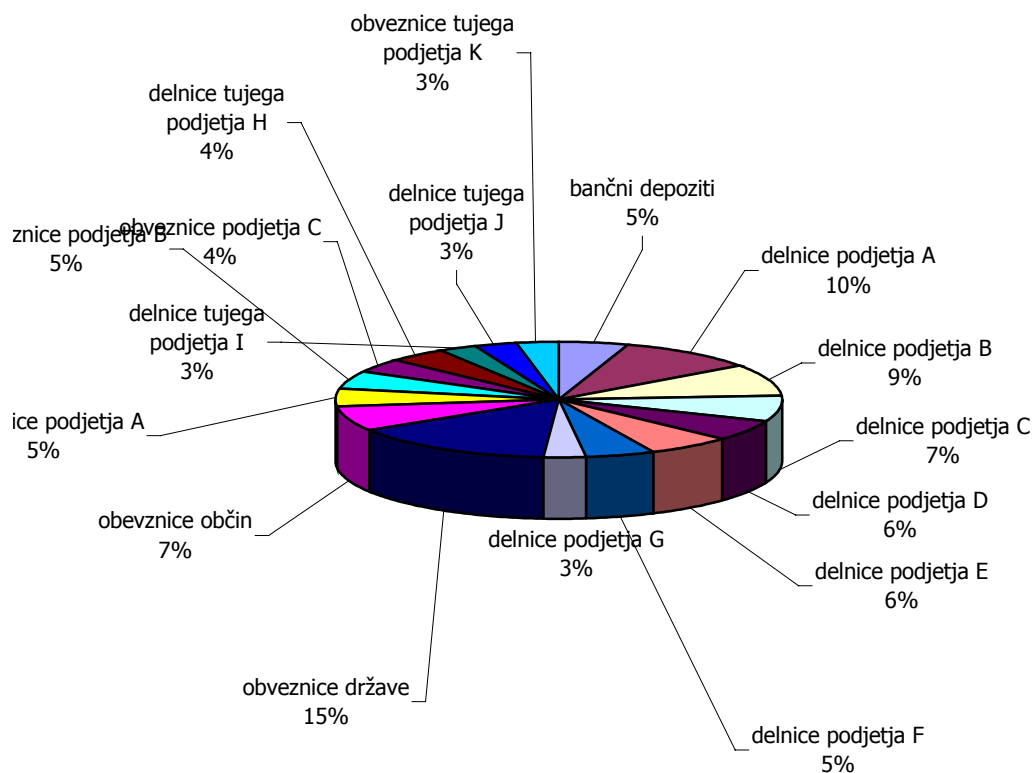
18. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
19. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. (Denar, finančne institucije in denarna politika). Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
20. Sakisda Aleksandra: Navaditi se bo treba na nove oblike varčevanja. Profit, Ljubljana, 24.04.2002, str. 10.
21. Zajec Matej: Preoblikovanje pidov. Magistrsko delo. Ljubljana: Univerza v Ljubljani, 2000. 95 str.
22. Zorman Gašper: Navdušenje nad vzajemnimi skladi pri nas je vse večje. Delničar, Ljubljana, februar 2002, str. 5.
23. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji - (Ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 421 str.

VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev.
[URL: <http://www.a-tvp.si>], 10.09.2002.
2. Investment Company Institute.
[URL: http://www.ici.org/facts_figures/intl_survey_4_01.html], 24.06.2002.
3. Mnenje k Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1)
[URL: <http://www.finance-on.net/files/2002-09-12/9-ZISDU-1mnenje.doc>], Finance, 03.10.2002.
4. Podatki o vzajemnih skladih in družbah za upravljanje.
[URL: <http://www.zdu-giz.si>], Združenje družb za upravljanje, 15.05.2002.
5. Vzajemni skladi.
[URL: <http://www.vzajemci.com>], Vzajemni skladi, 20.9.2002.
6. Vzajemni skladi.
[URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=237002>], Finance, 11.05.2002.
7. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 32/97, 10/98, 26/99, 56/99).
8. Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju PID-ov (Uradni list RS, št. 50/99).
9. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 25/97).

PRILOGA

Priloga 1: Grafični prikaz razpršenosti portfelja naložb v vzajemnem skladu



Vir:[URL: <http://www.vzajemci.com/vsebina>], 04.05.2002.

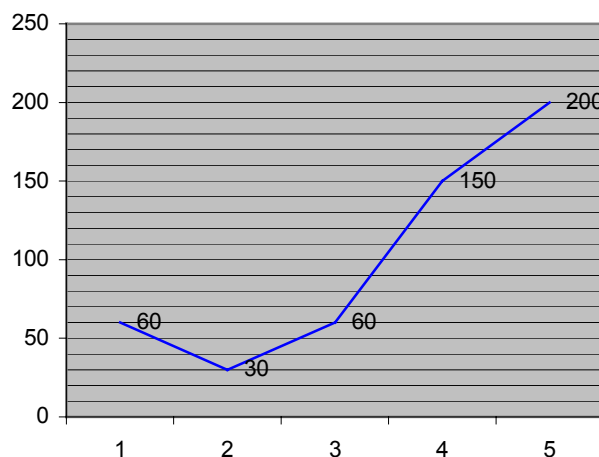
Priloga 2: Prikaz hipotetičnega gibanja vrednosti točke pri MPS metodi

Mesec	Mesečni vložek	Vrednost točke	Število kupljenih točk	Povprečni strošek nakupa ene točke
1.	100 evrov	60 evrov	1,6667	60 evrov
2.	100 evrov	30 evrov	3,3333	20 evrov
3.	100 evrov	60 evrov	1,6667	45 evrov
4.	100 evrov	150 evrov	0,6667	54,54 evrov
5.	100 evrov	200 evrov	0,5000	63,83 evrov
Skupaj /Povprečna vrednost	500 evrov (skupaj)	100 evrov (povprečje)	7,8334 (skupaj)	63,83 evrov (povprečje)

Vir: [URL: <http://www.vzajemci.com/vsebina/MPS.htm>], 10.08.2002.

Slika 3: Grafični prikaz hipotetičnega gibanja vrednosti točke pri MPS metodi

Gibanje vrednosti grafikona

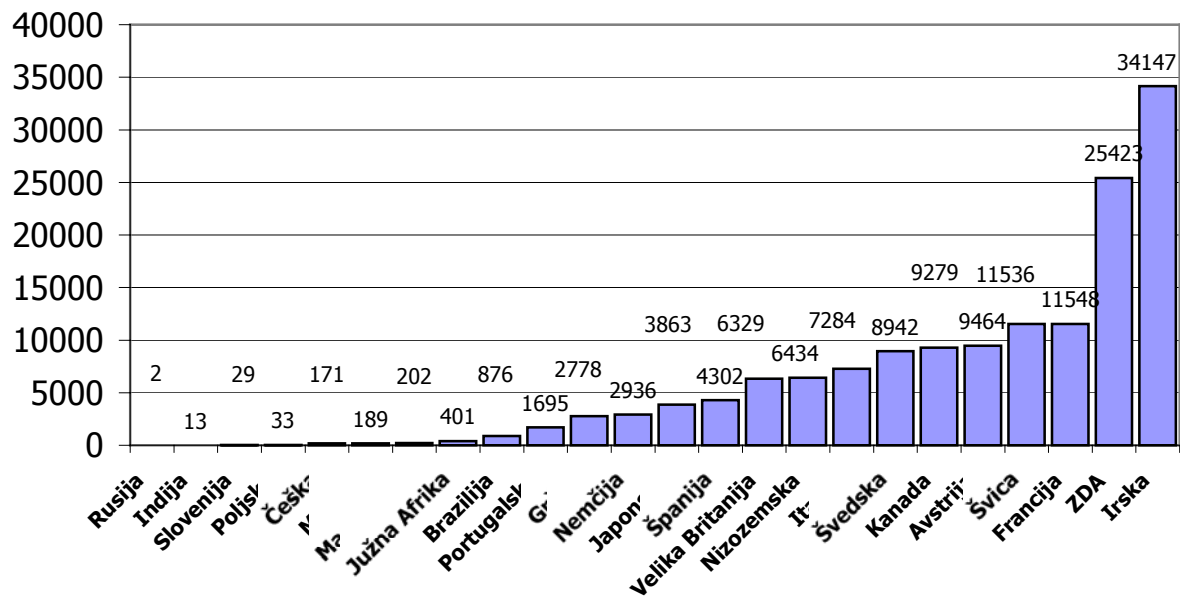


Vir: [URL: <http://www.vzajemci.com/vsebina/MPS.htm>], 10.08.2002.

Zgornji grafikon prikazuje gibanje vrednosti točke vzajemnega sklada. V roku petih mesecev vlagatelj vложи 500 evrov v vzajemni sklad. Vsak mesec vложи 100 evrov in v petih mesecih kupi 7,8334 točke. povprečna cena, ki jo plača za točko, znaša 63,83 evrov. In koliko je znašala povprečna vrednost točke v petmesečnem obdobju? V prvem mesecu je bila točka vredna 60 evrov, v drugem 30 evrov, v tretjem zopet 60, v četrtem 150 in v petem 200 evrov. Če te vrednosti seštejemo in vsoto delimo s številom mesecev, ugotovimo povprečno vrednost točke v petmesečnem obdobju, ki znaša 100 evrov. Vlagatelj je zaradi upoštevanja MPS-a s 500 evri kupil več točk, kot bi jih kupil, če bi točke kupoval po povprečni vrednosti točke v obdobju petih mesecev.

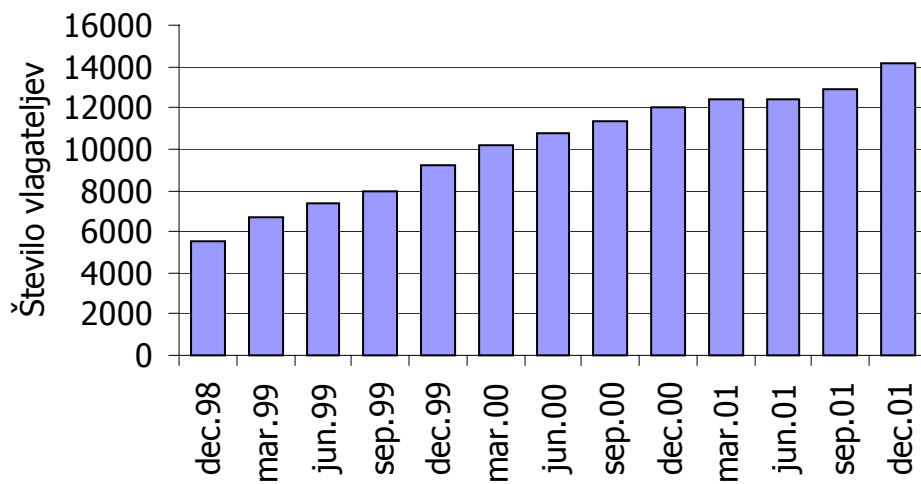
Vlagatelj je s 100 evri kupil več točk, ko so bile vrednosti nižje in manj točk, ko so bile vrednosti točk višje. Strošek nakupa na eno točko je bil nižji od povprečne vrednosti točke v petmesečnem obdobju.

Priloga 3: Vloga v vzajemne sklade per capita za leto 2000 v USD



Vir: [URL: http://vzajemci.com/grafi/graficni_prikazi/vs_per_capita.htm], 15.8.2002.

Priloga 4: Gibanje števila vlagateljev v vzajemne sklade od decembra 1998 do decembra 2001



Vir: [URL: <http://www.a-tvp.si/porocilo2001>], 10.09.2002.

Priloga 5: Število vzajemnih skladov po svetu in sredstva v odprtih vzajemnih skladih v mio \$ na dan 31.12.2001

Država	Število vzajemnih skladov	Sredstva v odprtih vzajemnih skladih (v mio \$)
Argentina	219	3.751
Avstralija	n.p.	334.016
Avstrija	769	55.211
Belgija	1.041	68.661
Brazilija	2.452	148.189
Kanada	1.831	267.863
Čile	177	5.090
Kostarika	n.p.	n.p.
Češka	76	1.482
Danska	451	33.831
Finska	275	12.933
Francija	7.603	713.378
Nemčija	1.077	213.662
Grčija	269	23.888
Hong Kong	952	170.073
Madžarska	89	2.260
Indija	n.p.	n.p.
Irska	1.640	189.578
Italija	1.059	359.879
Japonska	2.867	343.907
Koreja	7.117	119.439
Luxemburg	6.619	758.720
Mehika	350	31.723
Nizozemska	n.p.	n.p.
Nova Zelandija	588	6.564
Norveška	400	14.752
Filipini	20	211
Poljska	n.p.	n.p.
Portugalska	202	16.618
Romunija	24	10
Rusija	51	297
Južna Afrika	426	14.561
Slovenija	18	55
Španija	2.524	159.899
Švedska	507	65.538
Švica	313	75.973
Tajska	312	49.742
Velika Britanija	1.983	365.012
ZDA	8.307	6.974.976
Skupaj	52.607	11.601.742

n.p.: ni podatka

Vir: [URL: http://www.ici.org/facts_figures/intl_survey_4_01.html], 25.08.2002.

SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

Aggressive growth Fund – skladi agresivne rasti

Blue chip – precej varen vrednostni papir

Bond mutual fund – vzajemni skladi obveznic

Common stock mutual funds – vzajemni skladi delnic

Conservative growth funds – skladi zadržane rasti

Dollar cost averaging ali Cost Average Effect – metoda povprečnega stroška

Load funds – sklad s provizijo

Moderate growth funds – skladi zmerne rasti

Money market mutual funds – vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev

»**Over the counter**« - preko bančnega okenca