

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI DANES IN V
PRIHODNJE**

Ljubljana, junij 2004

NATAŠA BOŽOVIĆ

IZJAVA

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

V Ljubljani, dne _____ .

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1. INVESTICIJSKI SKLADI.....	2
1.1. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV	2
1.2. UPRAVLJANJE INVESTICIJSKIH SKLADOV	3
1.3. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	3
1.3.1. INVESTICIJSKE DRUŽBE	4
2. VZAJEMNI SKLADI	5
2.1. OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV	5
2.2. KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV	5
2.2.1 VZAJEMNI SKLADI DELNIC.....	6
2.2.2. VZAJEMNI SKLADI OBVEZNIC	8
2.2.3. VZAJEMNI SKLADI KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV	9
2.3. TEMELJNE ZNAČILNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV.....	9
2.3.1. PREDNOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE	10
2.3.2. POMANJKLJIVOSTI VZAJEMNIH SKLADOV	12
2.4. DONOSNOST IN TVEGANJE VZAJEMNEGA SKLADA	13
2.4.1. DONOSNOST	13
2.4.2. TVEGANJE	14
2.4.3. VREDNOST ENOTE PREMOŽENJA VZAJEMNEGA SKLADA	14
2.5. ZGODOVINA VZAJEMNIH SKLADOV	14
2.5.1. ZGODOVINA VZAJEMNIH SKLADOV V SVETU	14
2.5.2. ZAČETEK IN RAZVOJ POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI ..	16
2.6. PREOBLIKOVANJE PID-OV V VZAJEMNE SKLADE	17
2.7. ZAKONSKA OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI.....	19
2.7.1. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE.....	19
2.7.2. VZAJEMNI SKLADI.....	20
2.7.3. GLAVNE NOVOSTI PRI ZISDU-1.....	20
3. VZAJEMNI SLADI V SLOVENIJI ZADNJIH PET LET	21
3.1. ANALIZA PETLETNEGA POSLOVANJA.....	21
3.2. TRŽNI DELEŽI POSAMEZNIH SLOVENSКИH SKLADOV IN DRUŽB ZA UPRAVLJANJE.....	23
3.3. ANALIZA DONOSNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI ZADNJIH PET LET	25

4. BANČNE OBRESTNE MERE V SLOVENIJI.....	27
4.1. UKINITEV TEMELJNE OBRESTNE MERE.....	27
4.2. PRIMERJAVA BANČNIH VLOG Z VLOGAMI V VZAJEMNIH SKLADIH.....	28
5. NALOŽBE V TUJINO.....	30
5.1. VZAJEMNA SKLADA MP-GLOBAL.SI IN MP-PLUS.SI.....	30
5.2. TUJI SKLADI.....	32
5.2.1. HEDGE SKLADI.....	33
5.2.2. TUJI SKLADI V SLOVENIJI	34
6. OCENA PRIHODNOSTI POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI.....	36
6.1. POVEČANJE KONKURENCE MED SKLADI	36
6.2. POVEČANJE DONOSNOSTI SKLADOV	37
6.3. POVEČANJE NALOŽB V TUJINO.....	37
6.4. USTANAVLJANJE PODRUŽNIC SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV NA TUJEM	38
SKLEP.....	38
LITERATURA.....	40
VIRI.....	42
PRILOGE	
SLOVAR TUJIH IZRAZOV	

UVOD

Za analizo vzajemnih skladov sem se odločila zaradi njihove vse večje popularnosti pri nas, saj se je število novih vlagateljev v zadnjem obdobju izredno povečalo, predvsem pa sem se za to tematiko odločila zaradi njihovega izredno uspešnega investicijskega poslovanja v letu 2002.

Namen mojega diplomskega dela je predstavitev trenutnega in preteklega delovanja vzajemnih skladov v Sloveniji, poudarek pa je na oceni poslovanja vzajemnih skladov v Sloveniji v prihodnosti. Cilj diplomskega dela je ugotoviti posledice novega zakona, ki v ospredje postavlja prepoved omejitev pri naložbah v tujino, s čimer se skladom odpirajo nove možnosti pri njihovem poslovanju, ter potrditev hipoteze, da bo v prihodnje število vlagateljev naraščalo, predvsem tistih, ki so prej vlagali v banke, zdaj pa se je bančna obrestna mera za depozite že tako znižala, da verjetno ne bo več ohranjala niti realne vrednosti.

Diplomsko delo je sestavljeno iz šestih poglavij. V prvem poglavju sem predstavila investicijske sklade ter opisala njihovo delitev na vzajemne sklade in investicijske družbe. V drugem poglavju sem opredelila vzajemne sklade ter opisala njihove značilnosti, prednosti in slabosti pri njihovem poslovanju. V tem poglavju sem podrobno opisala delitev vzajemnih skladov na sklade delnic, obveznic ter na sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev. Opredelila sem tudi donosnost, tveganje in vrednost enote premoženja vzajemnega sklada. Opisala sem zgodovinski razvoj skladov v svetu in razvoj delovanja domačih vzajemnih skladov ter zakonsko opredelila vzajemne sklade v Sloveniji, na koncu poglavja pa sem predstavila pooblašcene investicijske družbe.

V tretjem poglavju je opisano delovanje naših skladov v obdobju zadnjih petih let, in sicer opis poslovanja vzajemnih skladov ter določanje trenutnih tržnih deležev posameznih skladov ter njihovih družb za upravljanje. V zadnjem delu poglavja sem se posvetila analizi donosnosti slovenskih vzajemnih skladov v zadnjih petih letih ter opisala najstarejši slovenski vzajemni sklad, sklad Galileo. V četrtem poglavju sem predstavila zakon o ukinitvi temeljne obrestne mere pri bankah v Sloveniji ter njegove posledice, ki so izrednega pomena za prihodnje varčevanje v bankah. V drugem delu poglavja sem primerjala donosnost tolarskega bančnega depozita z donosnostjo naložbe v vzajemni sklad.

V predzadnjem, petem poglavju sem predstavila zelo pomembno posledico novega zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. To je prepoved omejitve pri vlaganju vzajemnih skladov v tujino. V tem poglavju sem opisala tudi edina dva

slovenska sklada, ki imata trenutno neomejene možnosti pri vlaganjih v tuje vrednostne papirje, ter opisala značilnosti tujih skladov, ki z vstopom Slovenije v EU vstopajo na slovensko tržišče. V zadnjem poglavju sem predstavila svojo vizijo prihodnosti poslovanja vzajemnih skladov v Sloveniji z njenim vstopom v EU in posledice prihoda tujih skladov ter posledice morebitnih prevzemov slovenskih podjetij s strani tujcev.

1. INVESTICIJSKI SKLADI

1.1. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo sredstva varčevalcev, nato pa jih investirajo v različne finančne oblike. Zbrane prihranke nalagajo predvsem v delnice in obveznice. Portfelj investicijskega sklada strokovno upravlja menedžment. Upravitelj sklada z denarnimi sredstvi investorjev kupuje vrednostne papirje po načelu razpršitve premoženja sklada in tveganja. Vsak sklad ima svojo strategijo vlaganja. Tisti bolj rizični so lahko donosnejši, manj rizični pa praviloma ne prinašajo visokih donosov.

Glavne prednosti investiranja v investicijske sklade v primerjavi s klasičnim načinom investiranja v posamezne vrednostne papirje so razpršenost portfelja, nizki transakcijski stroški in strokovno upravljanje s premoženjem.

Da se navedene prednosti vlaganj v sklade ohranijo, skladi določijo svoje cilje vlaganja. Tako razlikujemo naslednje cilje vlaganj (Prohaska, 1998, str. 9):

- Rast: sem spadajo skladi, ki imajo za cilj hitro in močno rast tržne vrednosti.
- Dohodek: sem sodijo skladi, ki imajo za cilj vlaganja predvsem plačilo dividend in obresti.
- Rast in dohodek: cilj teh skladov je povečanje vrednosti na podlagi povečanja tržne vrednosti delnic ter plačila dividend in obresti.
- Globalni ali mednarodni skladi: ti skladi svoja sredstva vlagajo v vrednostne papirje na različne svetovne finančne trge.

Investicijski skladi so izrednega pomena predvsem za male varčevalce, ki imajo premajhne prihranke, da bi lahko sami razpršili tveganje, kar jim naložba v investicijski sklad omogoča.

1.2. UPRAVLJANJE INVESTICIJSKIH SKLADOV

Z investicijskim skladom v imenu investitorjev in v njihovo korist upravlja družba za upravljanje. Osnovno načelo pri upravljanju s portfeljem investicijskega sklada je čim večji donos ob danem tveganju. Za višji pričakovani donos je investitor pripravljen nositi višjo stopnjo tveganja, pri nižjem pričakovanem donosu pa je pripravljen nositi manjšo raven tveganja. Tveganja, ki so povezana z dogajanjem na finančnem trgu, so sistematična tveganja. Teh ni mogoče odpraviti z diverzifikacijo, medtem ko je nesistematična tveganja, ki so vezana na podjetja, mogoče odpraviti z diverzifikacijo denarnih sredstev.

Na upravljanje s premoženjem investicijskega sklada ima velik vpliv velikost sklada. Veliki skladi zagotavljajo večjo varnost ter večjo razpršenost naložb ter omogočajo tudi večjo strokovnost upravljanja. Trgujejo z vrednostnimi papirji v velikih količinah, zato so manj fleksibilni v prilagajanju portfelja.

1.3. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Glede na vrsto premoženja investicijske sklade delimo na (Prohaska, 1998, str. 8):

- investicijske sklade, ki investirajo zbrana sredstva **v vrednostne papirje**;
- investicijske sklade, ki investirajo **v nepremičnine**;
- investicijske sklade, ki vlagajo sredstva **v posebne finančne oblike oziroma instrumente**.

Investicijski skladi, ki vlagajo v vrednostne papirje, se ločijo v tri oblike skladov:

- Skladi, ki vlagajo v delnice ponavadi vlagajo v delnice podjetij, ki kotirajo na sekundarnih kapitalskih trgih. Največkrat so specializirani za vlaganje po državah ali po določenih vejah oziroma dejavnostih.
- Skladi, ki investirajo v obveznice ali druge vrednostne papirje s fiksnim dohodkom, so manj tvegani, saj je variabilnost tečaja obveznic manjša kot pri delnicah, zato so tem skladom bolj naklonjeni tisti investitorji, ki jim je konstanten finančni prihodek pomembnejši od tečajnega dobička.
- Mešani skladi nalagajo zbrana sredstva investitorjev v delnice in obveznice. Njihova prednost je večja fleksibilnost, saj je s pravočasno spremembo strukture portfelja mogoče bolje izkoristiti priložnosti na trgu. V mešane sklade vlagajo predvsem investitorji, ki želijo po eni strani izkoristiti ugodne tečajne razlike na delniškem trgu, v času padanja pa tveganje zmanjšajo s povečevanjem vlaganj v obveznice.

Pri investicijskih skladih, ki vlagajo v nepremičnine, vlaganja temeljijo na povečanju tržne vrednosti kvadratnega metra stanovanja ter na prihodkih, ki jih ustvarjajo od plačanih najemnin in obresti. Delimo jih na dve vrsti:

- investicijski skladi, ki vlagajo v stanovanjske objekte;
- investicijski skladi, ki vlagajo v poslovne objekte.

Skladi, ki investirajo v posebne finančne oblike investirajo predvsem v:

- blago,
- instrumente na trgu denarja,
- lizing.

Investicije v blago so postale preveč tvegane zaradi vse večje spremenljivosti cen blaga na svetovnih blagovnih borzah. Vlaganje v sklade, ki investirajo sredstva na trgu denarja, je dosti varnejše, so pa prihodki v teh skladih običajno nižji od tistih, ki vlagajo na kapitalnem trgu.

Investicijski skladi se glede na kriterij pravic investitorja ločijo na odprte investicijske sklade in zaprte investicijske sklade. Odprti investicijski skladi so investicijske družbe, zaprti pa vzajemni skladi.

1.3.1. INVESTICIJSKE DRUŽBE

Zaprte investicijske družbe se imenujejo zato, ker vlagatelj od upravitelja sklada ne more zahtevati izplačila vložka. Vlagatelj investicijske družbe ne kupi točk oziroma kuponov, kot je to pri vzajemnih skladih, temveč delnice družbe, ki se praviloma izdajajo samo enkrat. Tako postane vlagatelj delničar te investicijske družbe in je upravičen do izplačila dividende v primeru poslovanja z dobičkom.

Vlagatelj je tu izpostavljen drugačnemu tveganju, saj je trenutna vrednost njegovega vložka odvisna od tržne vrednosti delnic. Delnice investicijske družbe lahko vlagatelj proda na trgu vrednostnih papirjev, kjer se trguje s tovrstnimi delnicami. Postopek pri prodaji in nakupu teh delnic je enak kot pri drugih delnicah. Tak način poslovanja daje investicijskim družbam večjo stabilnost v višini sredstev, s katerimi razpolagajo, kar večja delež sredstev, ki jih lahko družbe dolgoročno investirajo.

2. VZAJEMNI SKLADI

2.1. OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV

Vzajemni skladi so odprti investicijski skladi, saj obseg izdanih vrednostnih papirjev, običajno delnic, ni omejen ter je vlogo mogoče prodati upravitelju sklada. Delnic se izdaja toliko, kolikor je po njih povpraševanja. Vlagatelji v sklad lahko delnice sklada kadarkoli unovčijo pri vzajemnem skladu po dnevni tržni vrednosti, vendar se z njimi ne trguje na trgu vrednostnih papirjev. Vrednost vloge varčevalca je tako odvisna od tržnih cen posameznih vrednostnih papirjev, ki jih skladi kupujejo za vlagateljeve vloške. Sklad mora imeti zato vedno dovolj denarnih rezerv, da lahko delnice unovči.

Pri vzajemnih skladih (v Veliki Britaniji se imenujejo Unit Trusts, v ZDA Open-end Funds ali Mutual Funds, v Nemčiji in Avstriji pa Offene Fonds) velikost kapitala oziroma število delnic (enot, kuponov) ni vnaprej določeno in se dnevno spreminja. Če upravljavci sklada prodajo več delnic sklada, kot jih odkupijo, v sklad pritekajo dodatna denarna sredstva, ki se lahko investirajo v vrednostne papirje, če pa je obseg prodaje delnic vzajemnega sklada manjši od njihovega odkupa, morajo odprodati del vrednostnih papirjev (Zobavnik, 1997, str. 2)

Vloga v vzajemnem skladu se lahko primerja z bančno vlogo na vpogled, saj vložena denarna sredstva lahko dvignemo kadarkoli, samo da je vloga pri skladu donosnejša, vendar tudi bolj tvegana kot pri bančni vlogi.

Vlagatelj mora ob nakupu na začetku vlaganja ponavadi plačati vstopno provizijo, pri izstopu oziroma pri prodaji kupona upravitelju pa v nekaterih primerih izstopno provizijo. Provizija, ki se od sklada do sklada razlikuje, je dohodek upravitelja vzajemnega sklada. Upravljavec vzajemnega sklada je družba za upravljanje, ki je ustanovljena izključno v ta namen.

2.2. KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV

Investitorji lahko izbirajo med tremi oblikami vzajemnih skladov, ki se razlikujejo po rasti kapitala (Dimovski, 2000, str. 169):

- Skladi agresivne rasti (aggressive growth funds): stremijo k hitri rasti kapitala sklada, kar zahteva agresivno investiranje ter veliko tveganje.

- Skladi zmerne rasti (moderate growth funds): gre za povprečno rast kapitala, investitorji pa so pripravljeni nositi zmerno tveganje.
- Skladi zadržane rasti (conservative growth funds): gre za minimalno tveganje vendar za nizko rast kapitala.

Najbolj razširjena klasifikacija vzajemnih skladov je delitev glede na vrsto vrednostnih papirjev v premoženju:

- vzajemni skladi **delnic** (common stock mutual funds),
- vzajemni skladi **obveznic** (bond mutual funds) in
- vzajemni skladi **kratkoročnih vrednostnih papirjev** (money market mutual funds).

2.2.1 VZAJEMNI SKLADI DELNIC

Vzajemni skladi delnic vlagajo premoženje investitorjev v delnice. Te sklade razdelimo na:

- splošne sklade delnic (general equity portfolios) in
- druge delniško orientirane sklade (other equity oriented portfolios).

Splošni skladi delnic vključujejo:

- Sklade agresivne rasti (aggressive growth funds): cilj teh skladov je maksimizacija rasti vrednosti kapitala sklada, zato jih imenujemo tudi skladi maksimalnega dobička. Pri njihovem poslovanju gre za veliko tveganje, hkrati pa za možnost doseganja velikih donosov. Slabost takih skladov je, da ne zagotavljajo pridobivanja dividend, saj je večinoma ves dobiček reinvestiran v sklad.
- Sklade malih podjetij (small company funds): skladi investirajo v delnice malih in ozko usmerjenih podjetij, ki pa imajo možnosti hitre rasti ter doseganja velikih zaslužkov. Naložbe so nekoliko manj tvegane kot pri skladih agresivne rasti, še vedno pa sodijo med bolj tvegane. Če ima sklad preveč razpršeno premoženje, se zmanjša preglednost nad vrednostnimi papirji, kar zmanjša tudi učinkovitost poslovanja sklada.
- Sklade rasti (growth funds): so manj tvegani, saj vlagajo premoženje v delnice večjih in že uveljavljenih podjetij, ki dajejo že dalj časa dobre rezultate.
- Sklade rasti in dobička (growth and income funds): investirajo v delnice dobro uveljavljenih podjetij, za katere se pričakuje visok dobiček ter rast dividend tudi v prihodnosti, zato so tudi te naložbe tako kot pri skladih rasti manj tvegane.
- Lastniško-dobičkovne sklade (equity-income funds): njihov namen je doseganje nadpovprečnih donosov. Premoženje nalagajo v visoko donosne delnice, tako je tveganje investitorjev teh skladov najmanjše v primerjavi z

ostalimi skladi delnic, še vedno pa tveganje obstaja. Delnice, ki prinašajo visok donos, so namreč zelo občutljive na spremembo obrestne mere, saj pri njenem dvigu cena delnic pade.

Tabela 1: Klasifikacija vzajemnih skladov

VZAJEMNI SKLADI DELNIC		VZAJEMNI SKLADI OBVEZNIC		VZAJEMNI SKLADI KRATKOR. VP*	
Splošni	Drugi	Obdavčeni	Neobdavčeni	Obdavčeni	Neobdavčeni
Skladi agresivne rasti	Mešani Skladi	Skladi državnih obveznic	Nacionalni skladi	Skladi državnih 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	Skladi visoko donosnih občinskih obveznic		
Lastniško-dobičkovni skladi	Mednarodni Skladi	Skladi fleksibilnih obveznic			

VP*: vrednostni papirji

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

Drugi delniško orientirani skladi se delijo na:

- Mešane sklade (hybrid funds): premoženje imajo razpršeno v delnice, obveznice in kratkoročne vrednostne papirje.
- Specializirane sklade (specialty funds): pri naložbah so osredotočeni na posamezno gospodarsko panogo, posamezno geografsko regijo ali na specifičen tip investicij. Tveganje je dosti večje, saj je lahko nihanje pri specializiranih področjih veliko večje.
- Sektorske sklade (sector funds): premoženje razpršijo na posamezni sektor na kapitalnem trgu.

- Borzne indeksne sklade (stock market index funds): vlagajo v vrednostne papirje podjetij, ki sestavljajo določene tržne indekse, zato so donosi te vrste skladov podobni tržnim.
- Mednarodne sklade (international funds): premoženje diverzificirajo v vrednostne papirje ene ali več tujih držav. Gre za veliko diverzifikacijo premoženja, zato je tudi tveganje manjše.

2.2.2. VZAJEMNI SKLADI OBVEZNIC

Vzajemni skladi obveznic imajo svoje premoženje razpršeno v dolžniških vrednostnih papirjih podjetij in države na različnih ravneh. Večino dohodkov predstavljajo obresti, kapitalski dobički pa so manjši. Namen skladov obveznic je doseganje čim večjega in stalnega prihodka za svoje vlagatelje.

Vzajemni skladi obveznic se delijo na:

- obdavčene sklade obveznic in
- neobdavčene sklade obveznic.

Med obdavčene sklade obveznic spadajo:

- Skladi državnih obveznic: večji del sredstev vlagajo v državne obveznice, ostali del pa v hipotekarne obveznice. Ker je dolžnik država, imajo tovrstne naložbe zelo nizko tveganje.
- Skladi podjetniških obveznic: večino premoženja naložijo v obveznice podjetij, ostalo pa v državne obveznice. Nekateri skladi vlagajo v visoko donosne obveznice, pri katerih je tudi večje tveganje, nekateri v obveznice visoko kakovostnih podjetij, kjer je tveganje manjše, drugi skladi pa vlagajo v različno tvegane obveznice.
- Skladi z rokom dospelosti: velik delež premoženja teh skladov predstavljajo brezkuponske obveznice, ki ne prinašajo obresti. Kupujejo se po ceni, ki je diskontirana na osnovi tržne obrestne mere, od katere je tudi ves čas odvisna. S časom cena obveznic narašča, z njo pa se povečuje vrednost deleža v skladu.
- Skladi hipotekarnih obveznic: v premoženju so zbrane obveznice, ki so zavarovane s hipoteko na nepremičnine.
- Mednarodni skladi obveznic: sredstva vlagajo v obveznice države in v obveznice podjetij doma in v tujini.

Med neobdavčene sklade obveznic spadajo:

- Nacionalni skladi občinskih obveznic: premoženje razpršijo v občinske obveznice v različnih državah, obresti teh obveznic pa za sklade niso obdavčene.
- Skladi občinskih obveznic: vlagajo v občinske obveznice ene države, kar pomeni manjšo diverzifikacijo premoženja in s tem večje tveganje.
- Skladi visoko donosnih obveznic: imenujemo jih tudi »junk skladi«, ker investirajo v kakovostno slabše obveznice z daljšim rokom dospelosti ter običajno višjimi obrestmi, vendar pa obstaja veliko tveganje, da obresti ne bodo izplačane.

2.2.3. VZAJEMNI SKLADI KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev so namenjeni kratkoročnemu investiranju, zato jih imenujemo tudi denarni skladi. Vlagajo v kratkoročne vrednostne papirje: bančna potrdila o vlogi, bančne akcepte, državne zakladne menice, komercialne zapise podjetij in druge instrumente denarnega trga.

Sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev delimo glede na obdavčljivost na:

- obdavčene sklade, med katere sodijo predvsem skladi državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev, pri katerih je tveganje zelo majhno;
- neobdavčene sklade (tax exempt money market funds), ki investirajo predvsem v različne vrste kratkoročnih občinskih zapisov, s čimer so oproščeni plačila davka na dobiček.

2.3. TEMELJNE ZNAČILNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

Pravna organizacijska oblika vzajemnih skladov med posameznimi državami je pogosto različna, saj je posledica zgodovinskih in ekonomskih značilnosti neke države. Vsem vzajemnim skladom so skupne slabosti in prednosti njihovega poslovanja, ki so navedene v naslednjem poglavju.

2.3.1. PREDNOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE

2.3.1.1. VELIKA DIVERZIFIKACIJA FINANČNEGA PREMOŽENJA

Posamezni investitor zaradi premajhnega obsega finančnih sredstev in zaradi previsokih stroškov ne more učinkovito razpršiti svojih naložb, pri razpršitvi pa se lahko doseže bistveno zmanjšanje investicijskega tveganja. Tako je vzajemni sklad bistvenega pomena pri zmanjšanju tveganja, saj vlaga premoženje ne samo v posamezne, ampak tudi v različne skupine vrednostnih papirjev. Kljub zmanjšanju tveganja se pri vzajemnem skladu še vedno ohrani možnost visokega donosa, seveda odvisno od politike investiranja sklada.

2.3.1.2. STROKOVNO UPRAVLJANJE

Posameznik običajno nima posebnih znanj ali informacij za strokovno upravljanje s svojim premoženjem, kar mu lahko nudi vzajemni sklad. Vzajemni sklad vodijo strokovnjaki, ki dobro poznajo razmere na finančnih trgih ter znajo upravljati s premoženjem. Upravljalci sklada gospodarijo s premoženjem v skladu s temeljnimi investicijskimi cilji in politiko sklada.

2.3.1.3. VELIKA LIKVIDNOST

Bistvena prednost vzajemnega sklada pred drugimi naložbami, kot so vezane vloge, življenjsko zavarovanje ali naložbe v nepremičnine, je likvidnost, saj denar v skladu ni vezan.

Na visoko likvidnost vzajemnih skladov vplivajo naslednja dejstva:

- ni nikakršnih pogodb z določenimi roki vplačil in višino zneskov in torej nobenih pogodbenih kazni;
- sklad mora denar na račun investitorja nakazati najkasneje v petih delovnih dneh od prejema zahteve za izplačilo;
- delničar sklada svoj vložek kupi ali proda katerikoli delovni dan po ceni, ki velja tisti dan;
- trgovanje z lastnimi delnicami sklada po neto vrednosti aktive;
- organizirana stalna ponudba preko bančnih okenc ali borznih posrednikov.

2.3.1.4. STROŠKI VLAGANJA

Pristop k skladu oziroma odprtje računa je pri slovenskih vzajemnih skladih brezplačen, vlagatelji tudi nimajo nikakršnih stroškov za vodenje računa, kot je to običajno pri nekaterih tujih skladih. Posamezni vlagatelj v sklad plača vstopno, izstopno in upravljavsko provizijo. Vsota vstopne in izstopne provizije pri slovenskih

vzajemnih skladih ne presega 3% na vsako vplačilo pri vstopu oziroma izplačilo pri izstopu iz sklada. Za nove vzajemne sklade po novem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje vstopna provizija ni več zakonsko omejena, kot je bila s starim zakonom, izstopna pa je omejena na 3%. Poleg navedenih treh provizij vlagatelj nima drugih stroškov.

2.3.1.5. PREGLEDNOST

Posameznik, ki je vložil v vzajemni sklad, lahko v vsakem trenutku izve, koliko znaša njegovo premoženje, saj so vrednosti točk skladov, na podlagi katerega vlagatelj lahko izračuna trenutno vrednost svojega vložka, na voljo v tečajnicah v dnevnem časopisju pa tudi na spletnih straneh.

Vlagatelj ima na sedežu upravljavca v vsakem trenutku na voljo ažurne podatke o vzajemnem skladu, v katerem ima svoje premoženje. Na razpolago ima zadnje letno in zadnje polletno poročilo, iz katerega so poleg finančnih izkazov sklada razvidni tudi podatki o provizijah. Vlagatelj ima tudi možnost vpogleda v naložbene strukture sklada, tako da lahko spremlja, kam upravljavec nalaga sredstva. Vse naštetu je velika prednost pred bankami in zavarovalnicami, ki take preglednosti ne omogočajo.

2.3.1.6. ZASEBNOST PODATKOV

Podatke o imetništvu investicijskih kuponov posameznega sklada v Sloveniji imata samo družba za upravljanje, ki s skladom upravlja, in banka skrbnica. Podatke morata skrbno varovati; družba za upravljanje jih lahko razkrije samo na podlagi pisnega dovoljenja imetnika ali na pisno zahtevo sodišča oziroma drugega pristojnega državnega organa ali na pisno zahtevo Agencije za trg vrednostnih papirjev, Banke Slovenije oziroma drugega pristojnega nadzornega organa. Organ sme podatke uporabiti izključno za namen, zaradi katerega so bili podatki pridobljeni od družbe za upravljanje.

Za razliko od vzajemnih skladov je pri investiranju v (nematerializirane) delnice v Sloveniji možno, da lahko vsakdo pri Centralni klirinško depotni družbi (KDD) kupi delniško knjigo podjetja, iz katere je razvidno, koliko delnic tega podjetja ima v lasti posamezni delničar.

2.3.1.7. PRIHRANEK ČASA

Vzajemni skladi imajo zaposlene strokovnjake, ki zelo dobro poznajo zakonitosti delovanja finančnega trga. Analizirajo tržne razmere in zbirajo informacije o trgu ter se nato na podlagi vseh analiz odločajo, kam bodo vlagali premoženje sklada. Za to posamezni investitor ponavadi nima časa, ti strokovnjaki pa proučevanju trga posvečajo celoten delovni čas. So vedno v središču dogajanja in se zato hitreje odzovejo na spremembe trga. Posamezniku zato ni potrebno tratiti časa za odločitve o nakupu in prodaji svojih vrednostnih papirjev, temveč to prepusti strokovnim upravljavcem sklada ter tako prihrani čas, ki ga lahko učinkoviteje porabi.

2.3.1.8. ENOSTAVEN POSTOPEK INVESTIRANJA

Pomeni enostaven postopek nakupa in prodaje vrednostnih papirjev vzajemnega sklada, lahko tudi možnosti avtomatičnega reinvestiranja dividend in razdeljenih kapitalskih dobičkov, priprave poročila za davčno službo in drugih ugodnosti.

2.3.2. POMANJKLJIVOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

Vzajemni skladi imajo občuten obseg neposrednih stroškov provizije pri nakupu in prodaji delnic, poleg tega skladi zaračunavajo še upravljavsko provizijo. Hkrati z vstopno, izstopno in upravljavsko provizijo je posamezni investitor dolžan vzajemnemu skladu plačilo tudi za posredne stroške, ki jih ima vzajemni sklad v zvezi s stroški transakcij finančnega premoženja. Skladi na borzi trgujejo vsakodnevno, tako da vseeno trgujejo z nižjimi stroški, kot bi to uspelo posameznemu investitorju.

Vzajemni skladi ne omogočajo neposredna stika med posameznim investitorjem in investicijskim upraviteljem sklada. Sklad investira upošteva svojo investicijsko politiko neodvisno od želja posameznih investitorjev, ki pri tem nimajo vpliva.

Investitor izgubi nadzor nad kapitalskimi dobički v nasprotju z neposredno naložbo. Pri neposrednem investiranju lahko posameznik namreč natančno določi, kdaj bo in kdaj ne bo dosegel kapitalskega dobička ali kapitalске izgube, pri tem pa lahko upošteva tudi davčni vidik. Posamezni investitor tako praktično ne more sodelovati pri upravljanju sklada.

Investitor ima oteženo delo, v kateri vzajemni sklad bo naložil svoje prihranke, saj je število vzajemnih skladov v svetu veliko in ni skoraj nič manjše kot število vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje. Izbira vzajemnega sklada za posameznega investitorja ni nič lažja kot izbira posameznega vrednostnega papirja. V Sloveniji pri

delujočih enaindvajsetih skladih posamezni investitor še nima tako težkega dela pri izbiri sklada, kot ga imajo investitorji v svetu.

2.4. DONOSNOST IN TVEGANJE VZAJEMNEGA SKLADA

Donosnost in tveganje sta navadno v obratnem sorazmerju. Če želi vlagatelj investirati v vzajemni sklad, ki ima v daljšem obdobju nadpovprečno visoko donosnost, je navadno pripravljen nositi tudi nadpovprečno veliko tveganje.

2.4.1. DONOSNOST

Donosnost vzajemnega sklada (r_p) se izračuna tako, da se odšteje začetna vrednost sklada (V_b) od njegove končne vrednosti (V_e), ta razlika pa se deli z začetno vrednostjo sklada.

$$r_p = \frac{V_e - V_b}{V_b}$$

Pri vzajemnih skladih obstajajo tri sestavine donosa (Zobavnik, 1997, str. 4):

1. Dividende in obresti iz naslova investicijskega dobička: investicijski dobiček je enak vsoti dividend, če gre za lastniške vrednostne papirje, in vsoti obresti, če gre za dolžniške vrednostne papirje.
2. Razdelitev iz naslova čistih realiziranih kapitalskih dobičkov: realizirani kapitalski dobiček oziroma kapitalna izguba se nanaša na vrednostne papirje, ki so že bili prodani z dobičkom (sklad vrednostni papir proda dražje, kot je zanj plačal ob nakupu) ali izgubo (sklad vrednostni papir proda ceneje, kot je bila njegova cena ob nakupu).
3. Povečanje oziroma zmanjšanje čiste vrednosti aktive: to so nerealizirani kapitalski dobički ali izgube in vrednostni papirji, ki niso bili spremenjeni v denarno obliko (prodani), torej jih ima vzajemni sklad še v svoji lasti.

Donosnost, ki jo doseže posamezni investitor vzajemnega sklada, je ponavadi nižja od donosnosti celotnega vzajemnega sklada zaradi provizij in transakcijskih stroškov.

2.4.2. TVEGANJE

Na velikost tveganja poslovanja vzajemnega sklada lahko vplivajo trije dejavniki (Zobavnik, 1997, str. 6):

1. Vrsta vrednostnih papirjev v vzajemnem skladu: vrednostni papirji majhnih, hitro rastočih delniških družb so bolj tvegani kot vrednostni papirji najboljših velikih delniških družb. Na splošno so delnice bolj tvegane kot obveznice.
2. Stopnja, po kateri vzajemni sklad razpršuje svoje finančno premoženje: finančno premoženje, ki ga sestavlja le deset delnic, bo bolj tvegano kot tisto, ki vsebuje vrednostne papirje sto izdaj ali več.
3. Obseg, do katerega se upravljavec trudi predvideti tržna gibanja oziroma se zavarovati pred tveganjem: upravljavec sklada lahko zmanjša tveganje s povečanjem deleža denarja v aktivih vzajemnega sklada, če pričakuje, da bodo cene delnic padle, kar lahko zmanjša tveganje sklada.

2.4.3. VREDNOST ENOTE PREMOŽENJA VZAJEMNEGA SKLADA

Vrednost enote premoženja (VEP) vzajemnega sklada se izračuna tako, da od sredstev odštejemo obveznosti in rezervacije. Dnevna čista vrednost sredstev vzajemnega sklada se deli s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku. VEP se določi v skladu z Metodologijo za izračun čiste vrednosti investicijskega sklada in VEP vzajemnega sklada, ki jo predpiše Agencija za trg vrednostnih papirjev (Dimovski, 2000, str. 175).

Vrednost enote premoženja se vedno giblje med prodajno in odkupno ceno premoženja. Prodajna cena enote premoženja je seštevek vrednosti enote in vstopne provizije, pri izračunu vrednosti odkupne cene pa gre za vrednost enote premoženja, zmanjšane za izstopno provizijo.

2.5. ZGODOVINA VZAJEMNIH SKLADOV

2.5.1. ZGODOVINA VZAJEMNIH SKLADOV V SVETU

Prvi investicijski skladi so se najprej pojavili v Evropi že v začetku 19. stoletja, v ZDA pa konec 19. stoletja. Prvi investicijski sklad je leta 1828 ustanovil nizozemski kralj William I., deloval pa je kot zaprti sklad. Naslednji sklad, ki se je pojavil v Angliji leta

1868, je prvič zagotovil, da tudi mali investitorji lahko investirajo v tuje in kolonialne vrednostne papirje, kar je bilo prej rezervirano samo za velike investitorje.

Konec osemdesetih let 19. stoletja so nastali prvi investicijski skladi zaprtega tipa tudi v ZDA, ki je postala vodilna država na tem področju in to ostala vse do danes. V ZDA so se prvič pojavili odprti investicijski skladi, najprej leta 1924 v Bostonu, ko je bil ustanovljen prvi tak sklad. Dvajseta leta 20. stoletja so bila v Ameriki leta gospodarske rasti in naraščanja vrednosti delnic na borzi vse do 24.10.1929, ko je v ZDA prišlo do borznega in hkrati gospodarskega zloma. Takrat so tudi investicijski skladi, predvsem zaprti, ki so do tega obdobja prevladovali, doživeli prvi veliki zlom.

Po zlomu borze so večjo vlogo začeli pridobivati odprti investicijski skladi, zaprti pa take vloge, kot so jo imeli v dvajsetih letih, niso imeli nikoli več. Skladi odprtega tipa so namreč kljub borznemu zlomu zagotavljali rast, zato se je takrat večina investitorjev obrnila k njim. Kasneje je prišlo do spremembe zakonodaje - leta 1940 je bil sprejet nov zakon, katerega namen je bil preprečevanje zlorab skladov ter popolno informiranje investitorjev v skladih. Zakon je še danes temeljni zakon, ki ureja delovanje investicijskih skladov in je v tistem času zopet začel pridobivati zaupanje vlagateljev.

Konec petdesetih let je prišlo do nastanka rizičnih skladov, saj je vedno več srednjih in velikih investitorjev hotelo doseči visoko donosnost oziroma donosnost, ki bi jo dosegli z individualnim investiranjem v delnice podjetij, ki kotirajo na borzi. Z rizičnimi skladi je prišlo do ponovnega povečevanja obsega zaprtih skladov in njihove vloge, do še večjega zanimanja za zaprte sklade pa je prišlo v sedemdesetih let zaradi visoke inflacije in nestabilnosti trgov.

Interes za odprte in zaprte sklade se je v preteklosti spreminjal, v zadnjem času pa se je razlika med odprtimi in zaprtimi investicijskimi skladi tako v številu kot tudi v njihovi skupni vrednosti sredstev izredno povečala, saj vrednost odprtih investicijskih skladov danes znaša več kot 95% vseh sredstev v skladih. Odprti investicijski skladi so tako postali takoj za komercialnimi bankami druga največja institucija v ZDA.

Zgledu ZDA so kmalu sledile tudi druge razvite države. Investicijski skladi imajo danes večjo vlogo v državah s tržno usmerjenim finančnim sistemom, kjer so velik porast dosegli predvsem v sedemdesetih in osemdesetih letih. Na vodilnem mestu po uveljavitvi in razvitosti investicijskih skladov so Francija, Luksemburg in Japonska. Skladi v Sloveniji so na finančnem trgu prisotni le dobro desetletje, zato jih seveda ne moremo primerjati s skladi v omenjenih državah, temveč le z državami v tranziciji.

2.5.2. ZAČETEK IN RAZVOJ POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Investicijski skladi v Sloveniji so bili prvič uzakonjeni leta 1992 v Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij. Takrat je začel poslovati prvi vzajemni sklad v Sloveniji, in sicer 1. januarja 1992. Vzajemni skladi so delovali že več kot dve leti, preden je bila ustanovljena nadzorna institucija, Agencija za trg vrednostnih papirjev. Prvi sklad je bil sklad Galileo, ki posluje še danes in je največji sklad po obsegu vrednosti sredstev v Sloveniji. Od leta 1996 je sklad upravljala Kmečka družba, ki se je leta 2001 preimenovala v KD Investment. Istega leta, kot je bil ustanovljen sklad Galileo, je bil ustanovljen tudi drugi sklad v slovenskem prostoru, in sicer sklad LBM Piramida, ki ga upravlja LB Maksima. V naslednjem letu so bili ustanovljeni še trije vzajemni skladi, v letu 1994 pa jih je bilo ustanovljenih še osem.

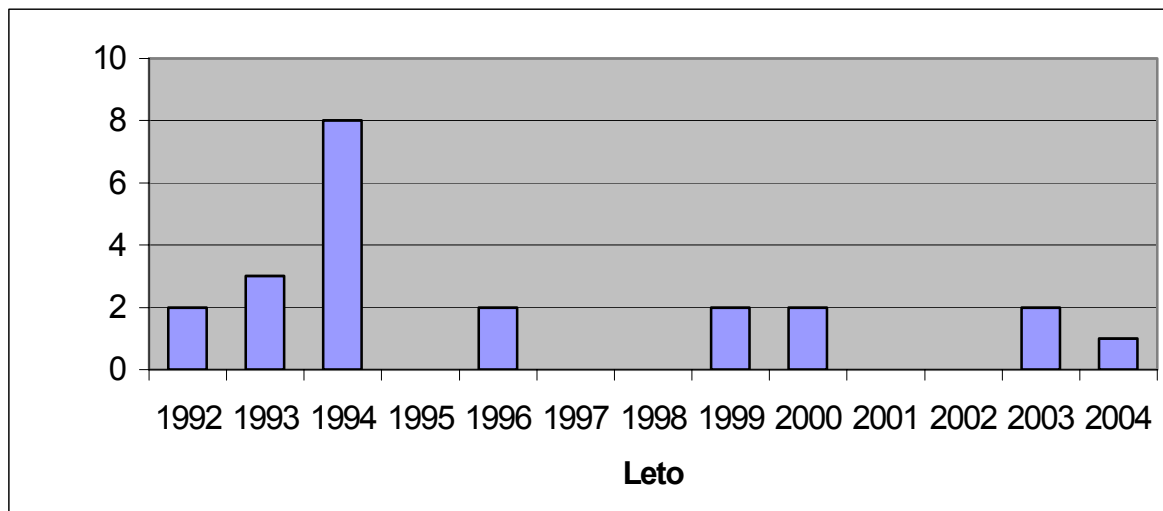
Tako je do leta 1995 v Sloveniji poslovalo že trinajst vzajemnih skladov. 13. marca 1994 je prišlo do spremembe zakonodaje. Sprejet je bil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), ki je začel veljati 1. januarja 1995, kar je pomenilo, da so morali s tem datumom vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje (DZU). Zaradi te zahteve in ostalih dodatnih pogojev ter obvez, ki jih je prinesel zakon, so mnoge borznoposredniške hiše, banke in zavarovalnice opustile idejo o upravljanju skladov.

Uvedeni ZISDU je postavil pomemben mejnik pri nadaljnjem razvoju vzajemnih skladov v Sloveniji, saj v letu 1995 ni bilo ustanovljenega nobenega sklada, po tem letu pa je do leta 2001 začelo poslovati skupno le šest vzajemnih skladov. Konec leta 2000 je poslovalo devetnajst vzajemnih skladov, vse do naslednjega leta, ko je bil likvidiran vzajemni sklad Miha, ki ga je upravljala družba za upravljanje KBM Infond.

Do spremembe zakonodaje je prišlo zopet 13. januarja 2003, ko je začel veljati nov Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), ki se mu morajo prilagoditi vsi vzajemni skladi, do takrat pa morajo nositi oznako posebni.

Do leta 2003 je v Sloveniji poslovalo osemnajst vzajemnih skladov. Avgusta 2003 sta se obstoječim skladom pridružila še dva, MP.Plus.SI in MP.Global.SI, upravitelj obeh je Medvešek Pušnik DZU. Njun vstop pomeni prelomnico poslovanja slovenskih vzajemnih skladov, saj je njuna investicijska politika investiranje pretežno izven Slovenije. Sta prva vzajemna sklada na slovenskem finančnem trgu, ki delujeta usklajeno z novim ZISDU-1, zato lahko neomejeno izkoristita možnosti na tujih trgih vrednostnih papirjev, kar je njuna glavna prednost pred obstoječimi posebnimi vzajemnimi skladi.

Slika 1: Število novo ustanovljenih vzajemnih skladov po posameznih letih



Vir: Spletna stran vzajemci.com, 2004.

Trenutno na trgu kapitala v Sloveniji deluje enaindvajset vzajemnih skladov, ki jih upravlja deset družb za upravljanje, od tega je osemnajst posebnih vzajemnih skladov, ki se še niso v celoti uskladili z določbami ZISDU-1, dva vzajemna sklada, ki sta bila ustanovljena po uveljavitvi ZISDU-1 in sta z njim tudi usklajena, en vzajemni sklad pa se je oblikoval iz pooblaščenice investicijske družbe. To je novi sklad Primus, sklad Pomurske družbe za upravljanje, ki se je februarja 2004 pridružil obstoječim dvajsetim vzajemnim skladom.

Novi sklad pomeni prelomnico na trgu vzajemnih skladov, saj je v Sloveniji to prvi sklad, ki se je preoblikoval iz zaprtega v odprti vzajemni sklad. Zagotovo ne bo ostal edini, saj je z uveljavitvijo novega ZISDU-1 omogočeno preoblikovanje pooblaščenice investicijske družbe (PID-a) v vzajemni sklad. Zato bom v naslednjem podpoglavju predstavila razlike med PID-i in vzajemnimi skladi ter lastnosti preoblikovanja PID-a v vzajemni sklad.

2.6. PREOBLIKOVANJE PID-OV V VZAJEMNE SKLADE

PID je v Sloveniji nastal v času privatizacije z zbiranjem lastninskih certifikatov, družba za upravljanje, ki je PID ustanovila, pa je zbrane certifikate zamenjevala za vrednostne papirje tistih podjetij, ki so bila prodana v tem času. Kupljene delnice so tako končale med naložbami PID-a, vlagatelji pa so v zameno za svoje certifikate dobili delnice PID-a.

Bistvena razlika med PID-i in vzajemnimi skladi je, da so PID-i investicijski skladi zaprtega tipa, kar pomeni, da se zbrana sredstva ne morejo povečevati kot pri vzajemnih skladih, saj je število delnic dano. Za razliko od vzajemnega sklada, kjer lahko vlagatelj sklada točke proda vzajemnemu skladu, mora PID-ov vlagatelj, če želi priti do denarja, delnice prodati na borzi, točke sklada pa so unovčljive pri družbi, ki sklad upravlja.

Obema je skupen nadzor nad poslovanjem, saj je pri vzajemnih skladih in pri PID-ih varnost zagotovljena z nadzorno institucijo, to je Agencija za trg vrednostnih papirjev.

PID-i so bili ustanovljeni z namenom preoblikovanja družbenega premoženja. Ena izmed možnosti preoblikovanja PID-a je preoblikovanje v vzajemni sklad. Prednosti ob takšnem preoblikovanju imajo dolgoročno predvsem obstoječi delničarji PID-ov, saj se njihov delež v skladu obračuna po čisti vrednosti sredstev sklada, ki je višja od cene, ki jo je delnica pri PID-u dosegala na borzi. Ob preoblikovanju se poveča tudi likvidnost premoženja vlagateljev, s preoblikovanjem pa vlagatelji dobijo tudi določene davčne olajšave, saj vzajemni skladi ne izplačujejo dividend, ampak jih reinvestirajo.

Navedla bi še slabosti, ki lahko nastanejo s preoblikovanjem PID-a v vzajemni sklad. Lahko pride namreč do zlorab pri unovčenju delnic po čisti vrednosti, saj obstaja nevarnost, da bi družbe za upravljanje PID-ov prve unovčile svoje delnice pred drugimi vlagatelji po dnevni ceni, ki je prvi dan na ravni teoretične in je praviloma najvišja. Tako bi lahko tu prišlo do pospešenega unovčenja delnic s strani družbe za upravljanje, kar bi povzročilo prodajanje dobrih naložb, s tem pa bi se zniževale čiste vrednosti za preostale investitorje.

Kot sem že omenila, se je prvo preoblikovanje PID-a v vzajemni sklad v Sloveniji že zgodilo, in sicer je Pomurska družba za upravljanje s preoblikovanjem PID I, d.d., ustanovila vzajemni sklad Primus. V prihodnosti se pričakujejo nadaljnja takšna preoblikovanja ter s tem novi vzajemni skladi na domačem trgu, ki bodo nastali na takšen način.

2.7. ZAKONSKA OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Področje upravljanja in delovanja vzajemnih skladov določa Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), ki določa pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter ureja način njihovega poslovanja. Januarja 2003 je bil sprejet nov zakon, ZISDU-1, stari zakon pa je veljal za obdobje od leta 1994 do leta 2002. Zakonska določila, ki urejajo poslovanje družbe za upravljanje in vzajemnih skladov, bom predstavila v naslednjih podpoglavjih.

2.7.1. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE

Z vzajemnim skladom upravlja družba za upravljanje, dovoljenje za upravljanje sklada pa izda Agencija za trg vrednostnih papirjev na pisno zahtevo družbe. Z vrednostnimi papirji sklada trguje v svojem imenu, vendar v korist vlagateljev vzajemnega sklada. Skrbi, da so naložbe razpršene v vrednostne papirje z dobro poslovno boniteto, saj je s tem tveganje investitorjev sklada manjše. V nasprotnem primeru družba za upravljanje odgovarja vlagateljem za nastalo škodo, ki je bila posledica njenega ravnanja.

Družba za upravljanje je dolžna čisti dobiček razdeliti imetnikom vložkov sklada v sorazmerju s številom enot premoženja sklada. Izplača ga v denarju, razen če ni določeno, da se dobiček reinvestira. V takem primeru vlagateljem investicijskega sklada izda nove investicijske kupone v vrednosti reinvestiranega dobička.

Zakon določa, da je družba za upravljanje gospodarska družba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Agencije za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov. Lahko je organizirana kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. Delnice družbe za upravljanje, ki je organizirana kot delniška družba, morajo biti izdane v nematerializirani obliki.

Uprava družbe za upravljanje mora imeti najmanj dva člana, ki družbo za upravljanje zastopata skupaj in jo predstavljata v pravnem prometu. Družba za upravljanje mora spoštovati pravila o obvladovanju tveganj in vzpostaviti ustrezen sistem obvladovanja tveganj, ki ji omogoča ugotavljanje celotnega tveganja družbe za upravljanje in posameznih vrst tveganj ter doprinos teh tveganj k celotnemu tveganju družbe za upravljanje.

Družba za upravljanje mora premoženje investicijskega sklada ločiti od svojega premoženja in od premoženja drugih investicijskih skladov, ki jih upravlja. Prav tako mora za vsak investicijski sklad, ki ga upravlja, sestavljati letna in druga poročila ter voditi poslovne knjige ter voditi tudi evidenco imetnikov investicijskih kuponov.

2.7.2. VZAJEMNI SKLADI

2.7.2.1. VZAJEMNI SKLADI KOT LOČENO PREMOŽENJE

Premoženje vzajemnega sklada je ločeno od premoženja družbe za upravljanje in je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Vzajemni sklad ni pravna oseba. Smatra se, da je vzajemni sklad lociran v državi, v kateri je registriran sedež družbe za upravljanje, ki upravlja ta vzajemni sklad. Fizična oziroma pravna oseba postane lastnik sorazmernega dela premoženja vzajemnega sklada z vplačilom investicijskega kupona vzajemnega sklada. Vzajemni sklad se oblikuje in upravlja izključno v korist imetnikov investicijskih kuponov.

2.7.2.2. ENOTE PREMOŽENJA VZAJEMNEGA SKLADA

Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote. Vrednost enote premoženja vzajemnega sklada je enaka čisti vrednosti sredstev vzajemnega sklada, deljeni s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku.

2.7.2.3. INVESTICIJSKI KUPONI

Investicijski kupon je vrednostni papir, katerega izdajatelj je družba za upravljanje, ki se glasi na eno ali več enot premoženja vzajemnega sklada. Je imenski vrednostni papir in je lahko prenosljiv.

2.7.3. GLAVNE NOVOSTI PRI ZISDU-1

Ena od glavnih novosti je inštitut skrbnika investicijskega sklada. Skrbnik zagotavlja dodatni nadzorni mehanizem, saj zagotavlja pravilnosti izračuna vrednosti enote premoženja ter obračuna vplačil in izplačil iz sklada. Vlogo skrbnika bodo opravljale banke, ker pa je tudi za banke to precejšnja novost, bo potreben razvoj informacijske podpore in tudi drugi resursi. Skrbniki bodo nadomestili sedanje odbore investitorjev,

ki so do sedaj spremljali in nadzorovali upravljavce. Zaenkrat je edini sklad, ki ima banko skrbnico, zadnji ustanovljeni sklad, sklad Primus.

Vlagateljem sta odslej na voljo novi merili ocenjevanja učinkovitosti upravljavca vzajemnega sklada:

- izračun celotnih stroškov vzajemnega sklada in
- izračun celotnih stroškov vlagatelja v vzajemnem skladu.

Celotni stroški vlagatelja pri izračunu upoštevajo še vstopno in izstopno provizijo ter povprečno vplačilo v sklad in izplačilo iz njega ter povprečni čas lastništva imetnikov investicijskih kuponov. S tem imajo vlagatelji pregledno številčno primerjavo, koliko stroškov posamezni upravljavec zaračuna. V Sloveniji se giblje vsota vseh treh provizij, vstopne, izstopne iz upravljavske, med 3 in 6% (glej Pril. 2). Edina sklada, ki vstopne provizije nimata, sta sklada LBM Piramida in Primus.

Investicijski kuponi skladov v Sloveniji bodo sedaj z novim zakonom prenosljivi. Kuponi bodo knjiženi pri klirinško-depotni družbi in se bo z njimi lahko trgovalo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, na Ljubljanski borzi ali na borzi v tuji državi.

Bistveno več bo poročanja Agenciji za trg vrednostnih papirjev. Zaradi večjega zagotavljanja varstva potrošnikov so v predpisih določbe o oglaševanju skladov, trženju investicijskih kuponov in zagotavljanju kadrovske, tehnične in organizacijske pogojev. Upravljavcem bo zaostrovanje pogojev povišalo stroške, saj bo zahtevalo bistveno dograditev informacijske tehnologije.

3. VZAJEMNI SLADI V SLOVENIJI ZADNJIH PET LET

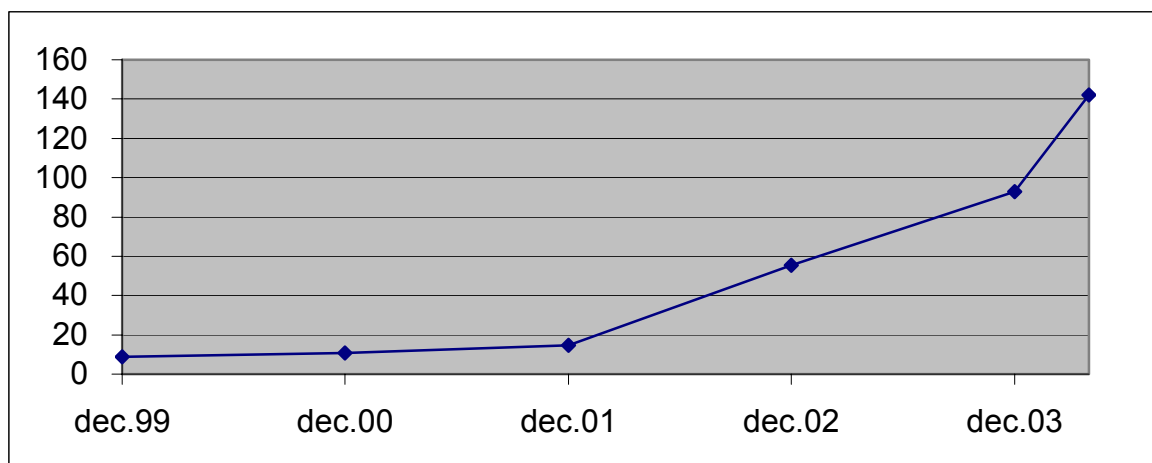
3.1. ANALIZA PETLETNEGA POSLOVANJA

Pri poslovanju vzajemnih skladov se je v obdobju od leta 1999 do leta 2004 marsikaj spremenilo na bolje. Vse slovenske družbe za upravljanje so imele konec leta 1999 v upravljanju svojih vzajemnih skladov skupaj samo 8,7 milijarde SIT, kar je pomenilo dobrih 54.300 SIT oziroma 18 EUR na prebivalca. Ta podatek Slovenije ni uvrščal na vidnejše mesto med tranzicijskimi državami; res pa je tudi, da so v ostalih tranzicijskih državah večino vplačanega kapitala zbrale tuje družbe, v Sloveniji pa je šlo za domačo industrijo vzajemnih skladov.

V Sloveniji se je v obdobju med leti 1999 in 2004 s strani družb za upravljanje izboljšal tržni pristop do morebitnih vlagateljev, ki je vedno bolj prodoren in zato tudi

bolj uspešen pri zbiranju kapitala. Tudi zaradi zniževanja bančnih obrestnih mer je prišlo pri vlagateljih do večjega zanimanja za druge nebančne naložbe.

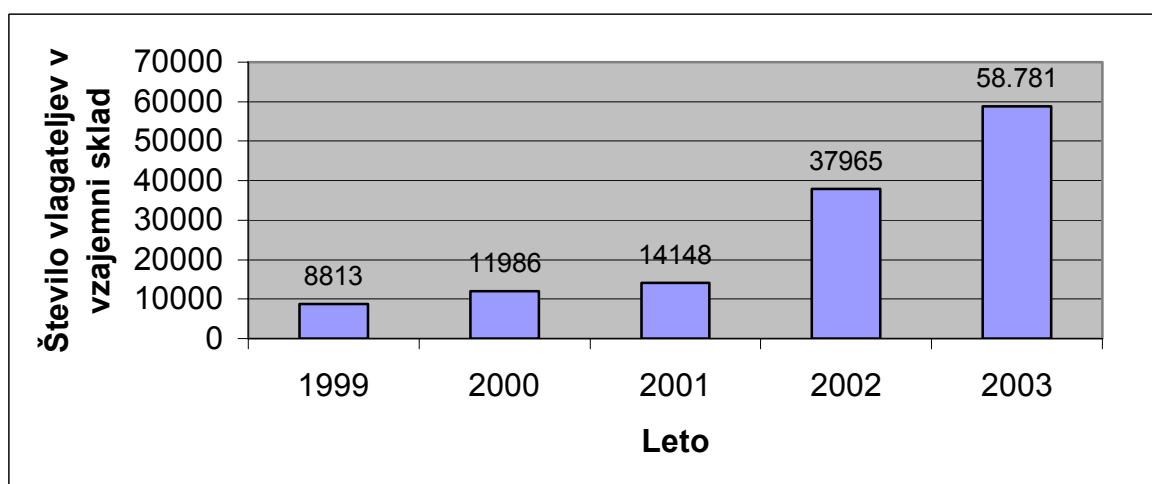
Slika 2: Čiste vrednosti slovenskih vzajemnih skladov v milijardah SIT na dan 31.12.



Vir: Zorman, 2003, str. 29; spletna stran vzajemci.com, 2004.

Vse naštetu je privedlo do tega, da je bilo konec leta 2003 v slovenskih vzajemnih skladih 92,7 milijard SIT kapitala. V petih letih se je tako kapital v skladih zaradi večjega interesa vlagateljev povečal za več kot desetkrat, kar pa je še vedno neprimerljivo z vzajemnimi skladi v najbolj razvitih državah. V ZDA znašajo vplačila v vzajemne sklade 3 milijone SIT na prebivalca, npr. v Franciji pa 1,5 milijona SIT na prebivalca. Še vedno se uvrščamo tudi za Madžarsko in Češko, vendar ob bok Poljski (Kodrič, 2003, str. 33).

Slika 3: Skupno število varčevalcev v slovenski vzajemni sklad



Vir: Spletna stran vzajemci.com, 2004.

Konec leta 1999 so imeli slovenski skladi 8.813 vlagateljev, v letu 2003 pa je število vlagateljev doseglo več kot 58.000, kar je še vedno zelo majhen odstotek slovenske populacije, ki tako ne znaša niti 3%.

Na dan 30.04.2004 je bilo v slovenskih vzajemnih skladih že 143,2 milijardi SIT vloženih sredstev, kar pomeni 300 EUR na prebivalca Slovenije. V prihodnosti se pričakuje veliko povečanje novih varčevalcev ter skupnega obsega vloženih sredstev v sklade. Po mnenju strokovnjakov naj bi se obseg sredstev v vzajemnih skladih v Sloveniji v prihodnjih petih letih povišal na vsaj 800 do 900 EUR na prebivalca.

3.2. TRŽNI DELEŽI POSAMEZNIH SLOVENSkih SKLADOV IN DRUŽB ZA UPRAVLJANJE

Tabela 2: Razvrstitev vzajemnih skladov glede na družbo za upravljanje in tip sklada

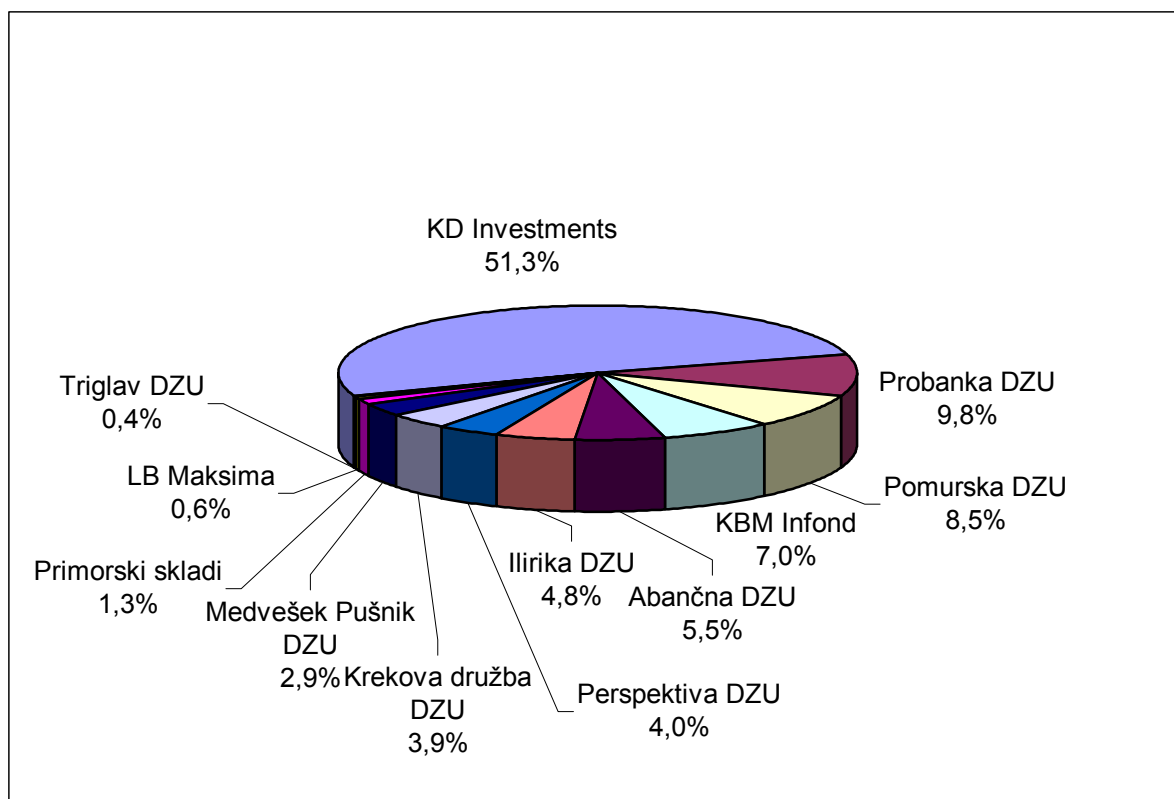
DZU	IME SKLADA	TIP SKLADA
KD Investments	Galileo	Uravnoteženi
KD Investments	Rastko	Delniški
KD Investments	KD Bond	Obvezniški
KBM Infond	Hrast	Uravnoteženi
KBM Infond	S.P.D.	Delniški
KBM Infond	Delniški	Delniški
Abančna DZU	Polžek	Uravnoteženi
Abančna DZU	Zajček	Delniški
Abančna DZU	Sova	Obvezniški
Abančna DZU	Vipek	Uravnoteženi
Primorski skladi	Pika	Obvezniški
Primorski skladi	Živa	Delniški
Medvešek Pušnik DZU	MP-Global.SI	Delniški
Medvešek Pušnik DZU	MP-Plus.SI	Delniški
Probanka DZU	Alfa	Uravnoteženi
Krekova družba DZU	Skala	Uravnoteženi
Ilirika DZU	Modra kombinacija	Uravnoteženi
Perspektiva DZU	Vizija	Uravnoteženi
LB Maksima	LBM Piramida	Uravnoteženi
Triglav DZU	Triglav Renta	Uravnoteženi
Pomurska DZU	Primus	Uravnoteženi

Vir: Spletna stran vzajemci.com, 2004.

Od enaindvajsetih vzajemnih skladov v Sloveniji imata dve družbi v upravljanju po tri sklade, to sta KD Investments in KBM Infond. Abančna DZU je dobila po združitvi z banko Vipa v upravljanje tudi vzajemni sklad Vipek, tako da ima sedaj v upravljanju že štiri vzajemne sklade. Kot je razvidno iz Tabele 2, je večina skladov uravnoteženih, samo trije so obvezniški.

Na Sliki 4 so prikazani tržni deleži posameznih vzajemnih skladov in družb za upravljanje. Največji, 51% tržni delež, ima družba KD Investment s svojimi tremi skladi: Galileo, Rastko in KD Bond. Z njimi skuša zadovoljiti vsem vrstam vlagateljev, saj se investicijska politika teh skladov med seboj razlikuje. Galileo in predvsem Rastko sta namenjena vlagateljem, ki so nagnjeni k tveganju, saj imata oba sklada premoženje naloženo predvsem v delnice, zaradi višjega tveganja pa vlagatelji pričakujejo tudi višje donose. KD Bond kot konzervativno naravnani sklad nalaga kapital predvsem v obveznice, zakladne menice in druge konzervativne, manj donosne, vendar zelo stabilne naložbe, zato je primernejši za investitorje, ki tveganju niso naklonjeni.

Slika 4: Tržni deleži upravljalcev vzajemnih skladov na dan 30.04.2004



Vir: Tržni delež slovenskih družb za upravljanje, 2004.

Po količini vloženih sredstev so tri največje družbe KD Investments, Probanka DZU in Pomurska DZU, ki skupaj obvladujejo skoraj 70% trga. Na zadnjih dveh mestih sta družbi, za katerima stojita največja banka in največja slovenska zavarovalnica. To sta LB Maksima, za katero stoji Nova ljubljanska banka, in Triglav DZU, za katero stoji Zavarovalnica Triglav.

Iz Tabele 2 je razvidno, da v Sloveniji prevladujejo predvsem uravnoteženi skladi. Večino tržnega deleža uravnoteženih skladov prispevajo skladi Galileo s 34%, Alfa z 9,8% in novi sklad Primus z 8,5%. Največji delež k delniškim skladom prispeva sklad Rastko s 14,6%, največji delež k obvezniškim pa sklad KD Bond z 2,7% (glej Pril. 1).

V prihodnosti bo na trgu lahko prišlo tudi do večjih sprememb tržnih deležev slovenskih vzajemnih skladov in družb za upravljanje, saj se poleg tujih pričakuje tudi vstop novih domačih vzajemnih skladov pa tudi vstop že obstoječih pooblaščenih investicijskih družb, ki se bodo, tako kot novi sklad Primus, preoblikovale v vzajemne sklade.

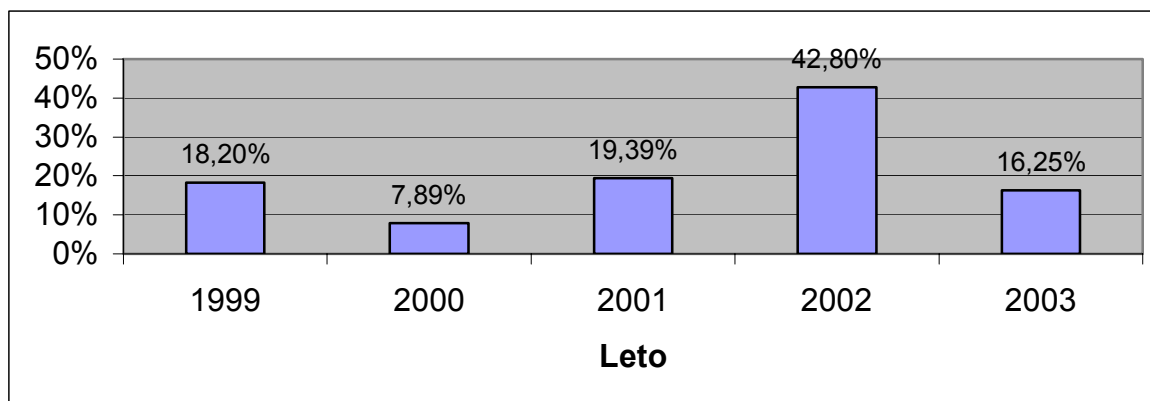
3.3. ANALIZA DONOSNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI ZADNJIH PET LET

Uspešnost vlaganja sredstev vzajemnih skladov ugotavljamo s primerjavo donosnosti vzajemnih skladov s tržno donosnostjo, ki jo merimo z ustreznim indeksom. V Sloveniji je to slovenski borzni indeks SBI 20. Indeks je dobra primerjava za domače vzajemne sklade, saj imajo skladi zaenkrat še veliko večino naložb v domačih delnicah.

Na tem mestu moram seveda omeniti leto 2002, ki je bilo za slovenske vzajemne sklade doslej najuspešnejše. Povprečna letna donosnost je namreč takrat znašala celo 43%. Tudi v ostalih letih donosnost naših skladov ni bila zanemarljivo majhna.

Pri vzajemnih skladih je treba biti potrpežljiv, še posebno pri delniških pa tudi pri uravnoteženih oziroma mešanih skladih, kar je razvidno tudi iz nihanj povprečne letne donosnosti na Sliki 5, str. 25. Priporočljivo je, da vlagatelj izbere obvezniške sklade, če namerava varčevati v njih tri do pet let, za od pet do deset let je priporočljivo vlaganje v uravnoteženi sklad, za več kot deset let pa naj bi se za vlaganje izbralo delniški sklad. To ne pomeni, da delniški skladi niso primerni za krajša obdobja, pomeni le, da krajše kot je obdobje, večje je tveganje.

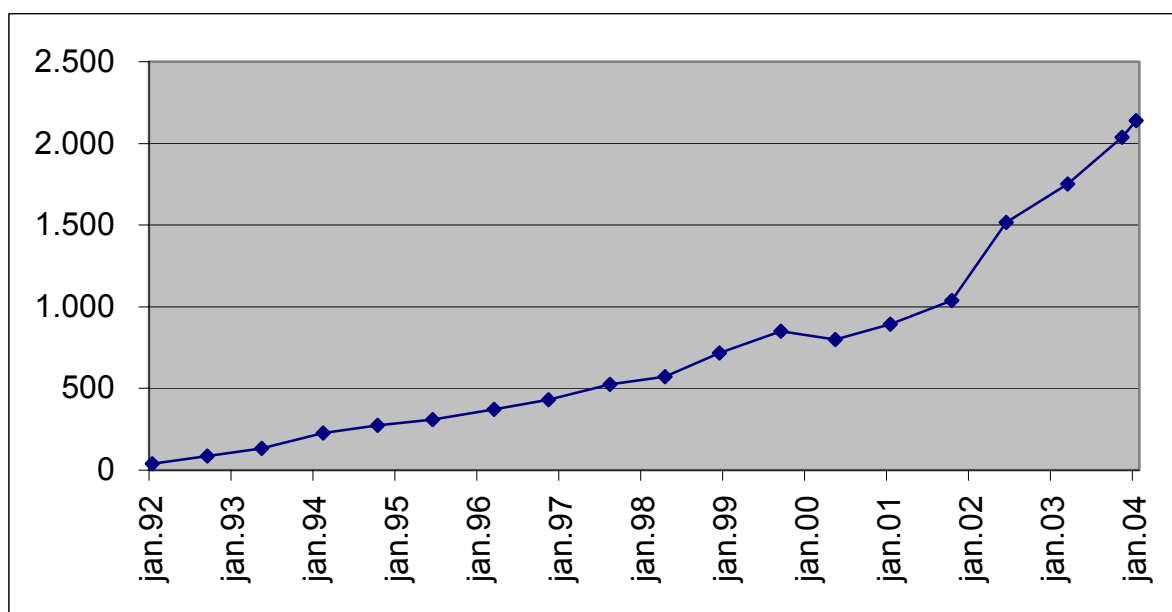
Slika 5: Povprečna letna donosnost vzajemnih skladov po letih od 1999 – 2003



Vir: Donosnost vzajemnih skladov; lastni izračuni (glej Pril. 3), 2004.

Lep primer, da moramo biti pri vlaganju v vzajemne sklade potrpežljivi, je najstarejši sklad v Sloveniji, sklad Galileo (Slika 6). Če bi npr. v prvi polovici leta 2000 prodali točke sklada, bi imeli izgubo. Če bi takrat kupili točke in jih prodali že v začetku naslednjega leta, bi s tem pridobili. Iz slike so tako razvidna številna nihanja, vendar se v dvanajstletnem letnem obdobju vseskozi kaže trend naraščanja. Sklad Galileo je bil že večkrat zapored izbran za najdonosnejši sklad med primerljivimi investicijskimi skladi v svetovnem merilu. Trend naraščanja vrednosti točke sklada lepo prikazuje, da je treba premoženje v uravnotežene sklade, posebej pa v delniške, nalagati dolgoročno.

Slika 6: Gibanje VEP posebnega vzajemnega sklada Galileo v SIT

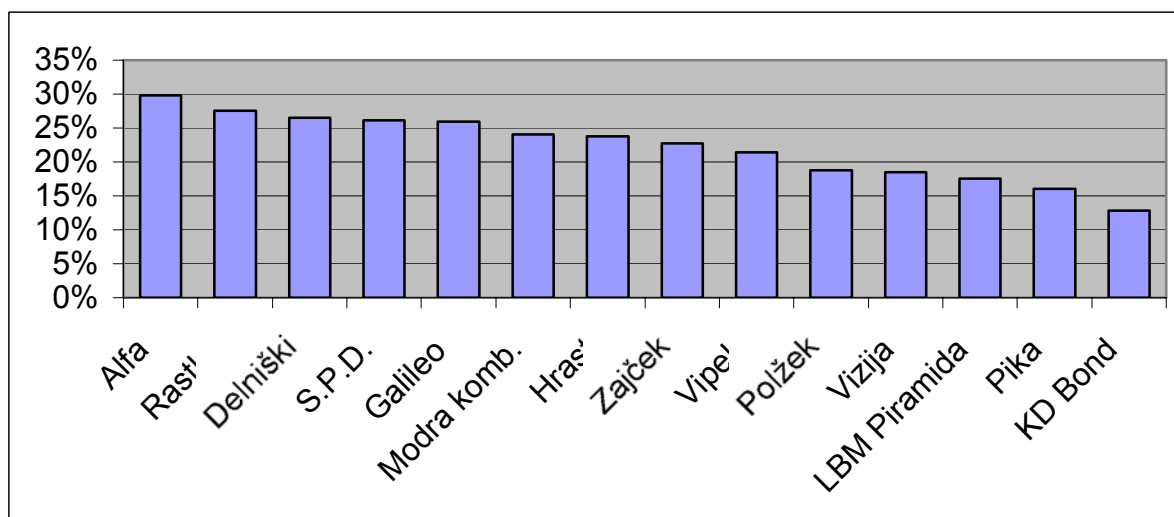


Vir: Spletna stran skupine KD Group, 2004.

Analizirala sem tudi gibanje VEP posameznih vzajemnih skladov v zadnjih petih letih (Slika 7). Najdonosnejši domači vzajemni sklad zadnjih petih let z 29,81% donosnostjo je sklad Alfa, pri čemer menim, da je razlog za uspeh sklada njegov uravnotežen portfelj (glej Pril. 4). Sklad Alfa je namreč uravnoteženi sklad in kot tak se drži deleža dolžniških papirjev v svojem portfelju blizu 40%. Tako v času padca delniških tečajev vpliv zniževanja tečajev delnic na sklad ni tako velik kot na tiste sklade, ki nalagajo predvsem v delnice.

Na drugem mestu je s 27,56% donosnostjo delniški sklad Rastko, katerega naložbena politika je usmerjena predvsem v delnice, tako da je sklad lahko dosegal visoke donose v času dviga tečaja delnic na borzi. Obveznice na njegovo uspešnost skoraj nimajo vpliva, saj je vanje vložena zelo malo premoženja (glej Pril. 5).

Slika 7: Povprečna enoletna sprememba VEP v zadnjih petih letih (30.04.1999-30.04.2003) v %



Vir: Povprečna sprememba VEP, 2004.

4. BANČNE OBRESTNE MERE V SLOVENIJI

4.1. UKINITEV TEMELJNE OBRESTNE MERE

V začetku leta 2002 se je pri poslovnih bankah začelo drastično upadanje obrestnih mer depozitov, do takrat pa so bile vse obrestne mere razen pri zakladnih menicah vezane na temeljno obrestno mero (TOM). Sprejeti zakon iz začetka leta 2002 je določal, da od sredine leta 2002 ne sme biti več vezave na TOM oziroma da morajo

biti obrestne mere do enega leta določene v nominalnem znesku. Obrestne mere so bile do srede leta 2002 dokaj ugodne, saj je vedno obstajal določen pozitiven pribitek nad TOM, ki naj bi zagotavljal določeno realno obrestno mero. Zaradi metodologije temeljne obrestne mere, ki je bila izračunana za nazaj, je bila dejanska dosežena realna obrestna mera do zapadlosti depozita še višja od pribitka na TOM. TOM je namreč trendu upadanja inflacije sledil z zamikom.

Ukrep zniževanja obrestnih mer in s tem sprejetje novega zakona o obrestnih merah je bil potreben, saj je potrebno fiksirati tečaj tolarja proti evru. Tako je potrebno tudi domače obrestne mere izenačiti z evropskimi obrestnimi merami. Obrestne mere so morale padati hitreje kot domača inflacija, saj so bile v preteklih letih naše realne obrestne mere višje od evropskih. Bančne depozitne obrestne mere so tako v zadnjih dveh letih mesečno upadale za več, kot je upadala povprečna medletna inflacija (Dolenc, 2004, str. 23).

S tem so se zniževale tudi realne donosnosti depozitov, saj je bil trend upadanja nominalnih obrestnih mer hitrejši od trenda upadanja inflacije. To pomeni, da v takem primeru obrestne mere ne ohranjajo več realne vrednosti depozita. Obrestne mere posojil ne smejo slediti obrestnim meram depozitov zaradi doseganja ciljnega obsega obrestnih prihodkov, zato se ponavadi obrestne mere posojil znižajo kasneje in za manjši obseg, kot se znižajo obrestne mere depozitov.

V mesecu novembru 2003 je bančna obrestna mera za tolarske depozite že tako padla, da je devizni depozit postal donosnejši od tolarskega, kar se od uvedbe tolarja še ni zgodilo. Dolga leta so bili tolarski depoziti občutno donosnejši od deviz (donosnost deviznih depozitov je ponavadi dosegala polovico tolarske), razlika pa se je začela zmanjševati šele leta 2003, zlasti v drugi polovici tega leta (Petavs, 2003, str. 54).

4.2. PRIMERJAVA BANČNIH VLOG Z VLOGAMI V VZAJEMNIH SKLADIH

Če primerjam naložbo v banko in naložbo v vzajemni sklad, lahko rečem, da je imel npr. tudi sklad KD Bond, ki premoženje svojih varčevalcev vlaga večinoma v manj donosne vrednostne papirje, obveznice, v obdobju zadnjih petih let (30.04.1999 – 30.04.2004) večjo letno donosnost kot tolarski bančni depozit.

Tabela 3: Primerjava donosnosti bančnega depozita za mesec maj 2004 z donosnostjo naložbe v vzajemni sklad v višini 1.000.000 SIT za obdobje enega leta

Vrsta naložbe	v SIT	v %
Bančna vloga	1.037.500	3,75
Sklad KD Bond	1.128.000	12,80
Sklad Alfa	1.298.100	29,81

Vir: Spletna stran vzajemci.com; NLB - Tolarski depoziti; lastni izračuni, 2004.

Donosnost obeh skladov je izračunana kot enoletno povprečje obdobja od 30.04.1999 do 30.04.2004. Obrestna mera tolarskega depozita v višini enega milijona, vezanega za eno leto, znaša meseca maja 2004 le 3,75 %. Iz tega lahko sklepamo, da če bi naložili v sklad KD Bond v kateremkoli obdobju zadnjih petih let 1.000.000 SIT za eno leto, bi imeli več kot trikrat večji donos, kot če bi danes vložili isti znesek za isto obdobje v banko. Če bi naložili premoženje npr. v najdonosnejši sklad zadnjih petih let, sklad Alfa, bi zaslužili celo osemkrat več v primerjavi z bančnim depozitom.

Pri kratkoročnem vlaganju denarnih sredstev je najboljša alternativa bančnemu depozitu vlaganje v obvezniške sklade, kot je npr. vlaganje v sklad KD Bond, saj je tu tveganje prav tako zelo nizko, kot je to pri vlaganju v banko, vendar pa je lahko donos neprimerno večji.

V začetku leta 2005 naj bi prišlo celo do obdavčitve bančnih obrestnih mer depozitov. Kapitalski dobički pri vlaganjih v slovenske vzajemne sklade niso obdavčljivi. K plačilu davka je vlagatelj zavezan le, če točke sklada proda z dobičkom pred pretekom treh let, odkar je kupil točke sklada. Pričakovati je, da se bo v prihodnosti rok za neobdavčenje kapitalskih dobičkov skrajšal iz treh let na eno leto.

Poleg zniževanja bančne obrestne mere depozita in bodoče obdavčljivosti ima bančna vloga tudi to pomanjkljivost, da je nelikvidna. Denarja, ki smo ga dali vezati, namreč pred pretekom vezave ne moremo dvigniti. Velika slabost je tudi to, da je obrestna mera za dolgoročna varčevanja spremenljiva in se lahko spremeni kar med tekom varčevalne dobe, lahko se namreč še zmanjša. Bančna vloga je res najvarnejša opcija med naložbami, vendar ima zelo nizko donosnost.

5. NALOŽBE V TUJINO

Najpomembnejša sprememba, ki je napisana v novem ZISDU-1, je gotovo liberalizacija pri naložbah, ki jih smejo imeti vzajemni skladi. Stari zakon je namreč omejeval delež tujih naložb na 10% sredstev vzajemnega sklada. Po novem lahko vzajemni sklad investira tudi 100% svojih naložb na tuje trge, bodisi v državo članico Evropske unije, bodisi v katerokoli drugo tujo državo, v kolikor trg, na katerega investira, ustreza pravilom, določenim v zakonu in podzakonskih aktih.

5.1. VZAJEMNA SKLADA MP-GLOBAL.SI IN MP-PLUS.SI

Prva vzajemna sklada, ki na slovenskem finančnem trgu delujeta usklajeno z novim ZISDU-1, sta sklada MP-Global.SI in MP-Plus.SI (upravlja ju Medvešek Pušnik DZU), zato lahko neomejeno izkoristita možnosti na tujih trgih vrednostnih papirjev, kar pomeni veliko prednost pred obstoječimi posebnimi vzajemnimi skladi, ki te možnosti nimajo.

Naložbena politika obeh skladov je podobna, vendar se med seboj razlikujeta po tem, katerim vlagateljem sta namenjena. MP-Global.SI je namenjen dolgoročnim investitorjem, ki si želijo bolj omejeno tveganje in velike donose, pri čimer je vrednost začetne naložbe odvisna od investitorja. Vzajemni sklad MP-Plus.SI je zanimiv predvsem za velike vlagatelje, saj znaša začetna naložba 20 milijonov SIT.

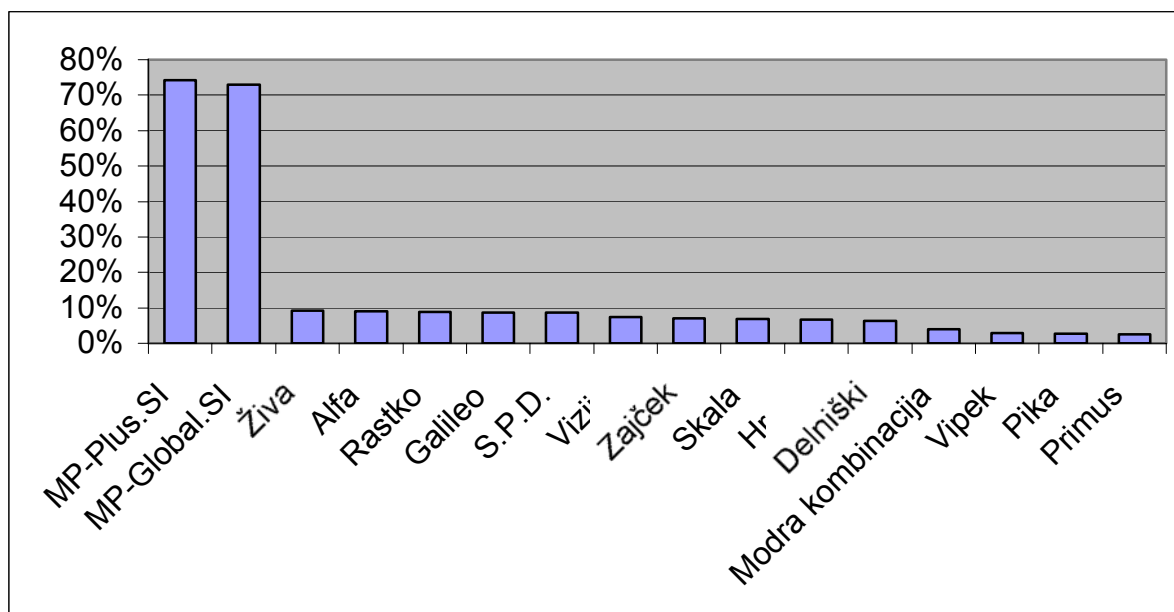
Tabela 4: Portfelj vzajemnega sklada MP-Global.SI po državah na dan 31.03.2003

Država	Delež v %
Nemčija	28,27
ZDA	18,70
Francija	14,52
Japonska	13,07
Velika Britanija	7,39
Nizozemska	7,04
Švica	4,79
Španija	3,13
Slovenija	3,09
SKUPAJ	100,00

Vir: Interno gradivo in podatki Medvešek Pušnik DZU, 2004.

Sklad MP-Global.SI ima največ svojih naložb v vrednostnih papirjih na nemškem kapitalskem trgu, sledijo naložbe v ZDA, ostanek pa je porazdeljen še med kapitalske trge Francije in Japonske ter manjši deleži med ostale evropske države, navedene v Tabeli 4. Tudi pri ostalih domačih upravljavcih skladov, ki vlagajo v tujino, je najbolj priljubljena Evropa, predvsem Nemčija, več kot polovica naložb skladov je namreč v povprečju na evropskih borzah.

Slika 8: Delež naložb posameznega sklada v tujini na dan 30.04.2004



Vir: Tujina – delež v skladih, 2004.

Od enaindvajsetih domačih vzajemnih skladov jih v tujino vlaga šestnajst, od tega le MP-Plus.SI in MP-Global.SI približno tri četrtine svojega premoženja, ostali pa zaradi omejitve manj kot 10% premoženja (Slika 8).

Oba sklada imata veliko konkurenčno prednost pred ostalimi obstoječimi skladi v Sloveniji, saj sta zaradi neomejenega vlaganja na tuje trge edina, ki imata to možnost. Investirata lahko v vse svetovne trge, zato imata večjo možnost dosega visokih donosov in razpršenosti naložb, s čimer lahko zmanjšata tveganje. Za vse ostale vzajemne sklade velja stari zakon ZISDU, ki naložbe v tujino omejuje. Omejitev bo veljala do začetka leta 2005, ko bo za te sklade začel veljati novi zakon ZISDU-1, ki dovoljuje neomejene naložbe na tuje kapitalske trge, do takrat pa se morajo posebni vzajemni skladi prilagoditi novemu zakonu.

Danes so si slovenski skladi po naložbeni politiki med seboj zelo podobni. Edina resna razlika med današnjimi vzajemnimi skladi je razmerje v deležu delnic in deležu obveznic v posameznih portfeljih. Vlaganja v sklade se neprestano povečujejo, na

slovenskem borznem trgu pa je zelo majhna izbira likvidnih vrednostnih papirjev. Posledica novega zakona bo večja možnost izbire pri vlaganju ter pojav resnične konkurence med slovenskimi vzajemnimi skladi, saj bodo slovenske družbe za upravljanje izkoristile možnost vlaganja v tuje naložbe.

5.2. TUJI SKLADI

Stari ZISDU je v Sloveniji prepovedoval odpiranje računov posameznikov pri tujih finančnih institucijah. Dolgoletna prepoved je prenehala z novim zakonom v začetku meseca februarja 2003. Ker se je s tem odprlo veliko novih možnosti za slovenske vlagatelje, bom v tem poglavju predstavila tuje sklade in značilnosti njihovega poslovanja.

Tuji vzajemni skladi so skladi, ki jih upravljajo tuje družbe za upravljanje. Sedeži teh družb so lahko v različnih državah sveta - od tega je tudi odvisno, kdo nadzoruje njihovo delovanje. V glavnem jih delimo na (Jesenek, 2003, str. 26):

- offshore sklade, ki so ustanovljeni in registrirani v davčno prijaznejših državah (Luksemburg, Irska, Kajmanski otoki, Kanalski otoki). Namenjeni so predvsem tujim vlagateljem, domači vlagatelji pa vanje ne smejo investirati;
- onshore sklade, med katere štejemo sklade, ki so registrirani v državah, ki ne uživajo ugodnejše davčne obravnave in so namenjeni predvsem domačim vlagateljem (Nemčija, ZDA, Italija, Velika Britanija).

Slovenski vlagatelj mora biti pozoren pri plačilu davka, saj je lahko zavezanec za plačilo davka v državi, kjer je sklad registriran, čeprav kapitalski dobički, ustvarjeni z vlaganjem v tuje vrednostne papirje, po naši zakonodaji zaenkrat še niso obdavčeni. Za davke ni treba skrbeti, če smo vložili v sklad, ki je registriran v davčno prijaznejših državah (offshore centrih), saj tujim vlagateljem ne zaračunavajo nobenih davkov.

Domači pravni redi v tujih državah bolj ali manj strogo predpisujejo delovanje družb za upravljanje. Možnosti za zlorabo in nepravilnosti so tako dosti manjše, nikjer pa se jim ne moremo izogniti, niti pri nas. Tako je vlaganje v tuje sklade enako varno, kot je varno vlaganje pri nas.

Tuji vzajemni skladi se od slovenskih razlikujejo v tem, da ima višina vstopne provizije pri tujih skladih večji razpon kot pri naših skladih, saj se giblje od 1 do 6%. Minimalni zneski pri vlaganju v tuje sklade se razlikujejo od sklada do sklada in predvsem med družbami za upravljanje. V povprečju se gibljejo od 1000 USD/EUR do 5000 USD/EUR, ko pa je vlagatelj račun že odprt, so lahko nadaljnji vložki že od 50 USD/EUR (Jesenek, 2003, str. 27).

Največjo prednost pred ostalimi vzajemnimi skladi imajo skladi, ki se v zadnjem letu ponovno bolj pogosto pojavljajo v medijih. To so hedge skladi.

5.2.1. HEDGE SKLADI

Hedge sklade lahko primerjamo z vzajemnimi skladi, vendar moramo upoštevati nekaj večjih razlik. Največja razlika in hkrati največja prednost hedge skladov pred vzajemnimi je, da lahko hedge skladi prodajo vrednostni papir brez kritja. To pomeni, da prodajo vrednostni papir, ki so si ga pred tem izposodili pri borzni hiši z namenom, da ga bodo vrnil, ko bo njegova cena padla. V tem se kaže velika prednost hedge skladov, saj lahko ustvarijo pozitivni donos pri svojem poslovanju tudi v času padanja tečajev na borzi. Dobiček lahko pri tem ustvarijo, če vrednostni papir, ko ga želijo vrniti, kupijo po nižjem tečaju, kot je bil v času njihove izposoje pri borzni hiši.

Vzajemni skladi te tehnike trgovanja ne smejo uporabljati. Najprej morajo kupiti vrednostni papir, da ga lahko potem prodajo, dobiček pa lahko ustvarijo samo, če ga kupijo po nižji ceni, kot so ga kasneje prodali, oziroma imajo izgubo, če vrednostni papir prodajo po nižji ceni, kot so ga kupili. Njihovi donosi so za razliko od hedge skladov odvisni od gibanja tečajev na borzi.

Poleg omenjene prednosti imajo hedge skladi dve veliki slabosti. Prva slabost je manjša varnost. Delovanje vzajemnih skladov je strogo nadzorovano s strani ustreznih institucij za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev, hedge skladi pa so registrirani na tak način, da jih lahko omenjene institucije nadzirajo zelo omejeno, zato so iz tega vidika dosti manj varni kot vzajemni skladi.

Druga slabost je, da so hedge skladi zaradi svojih visokih stroškov upravljanja in zaradi visokega začetnega vložka dostopni večinoma le premožnejšim vlagateljem. Upravitelj hedge sklada si lahko namreč za razliko od upravitelja pri vzajemnem skladu obračuna še nagrado za uspešnost v višini 10-25% od novo ustvarjenega dobička. Dolga leta so lahko v hedge sklade vlagali le tisti investitorji, ki so imeli vsaj milijon dolarjev likvidnega premoženja. Danes se je ta znesek zmanjšal in se giblje od 20.000 USD/EUR dalje, vendar pa je za povprečnega vlagatelja še vedno previsok (Jesenek, 2003, str. 27).

Kljub slabostim hedge skladov njihovo število v zadnjem času narašča, prav tako pa rastejo tudi vložena sredstva v teh skladih. Menim, da je razlog naraščanja vloženi sredstev v tem, da je donosnost hedge skladov stabilna in neodvisna od gibanja delniških indeksov, ki se v svetu znižujejo že od leta 2000. Ob tem imajo hedge skladi zaradi svojega načina trgovanja pozitivne povprečne donose.

5.2.2. TUJI SKLADI V SLOVENIJI

5.2.2.1. PREDNOSTI VLAGANJ V TUJE SKLADE

Poleg že omenjene velike prednosti vlaganja v tuje sklade, to je zmanjšanje tveganja, je treba omeniti še naslednje:

- dolgoletna tradicija upravljavcev tujih investicijskih skladov,
- strokovno znanje, ki so ga pridobivali več desetletij ter
- bistveno večja možnost izbire.

5.2.2.2. SLABOSTI VLAGANJ V TUJE SKLADE

Vlaganje v tuje sklade ima tudi nekaj pomanjkljivosti:

- stroški vlagateljev so višji, saj lahko vstopne provizije znašajo tudi več kot 5%;
- pogosto je najmanjši možni znesek vplačila za naše razmere relativno visok;
- postopki pri pristopu v sklad, vplačilnih in izplačilnih so bolj zapleteni.

Velik vpliv, da se danes in v prihodnosti tveganje vseeno le ne bo toliko zmanjšalo zaradi razpršenosti naložb v različne države, je globalizacija, ob kateri sprememba na katerem od velikih trgov, npr. na ameriškem, lahko vpliva na ves svet. Trgi namreč zaradi globalizacije niso več tako ločeni, kot so bili v preteklosti, temveč so med seboj povezani.

5.2.2.3. TRENUTNO STANJE TUJIH SKLADOV V SLOVENIJI

Od 1. julija 2001 so lahko po starem ZISDU rezidenti Slovenije kupovali delnice tujih vzajemnih skladov le preko borznoposredniške hiše ali banke. Glede aktivnega trženja tujih skladov je bila stvar drugačna, saj stari zakon javne ponudbe tujih skladov ni obravnaval. Tako je bilo v obdobju do uvedbe novega zakona možno vplačevati v nekatere tuje sklade le preko akviziterskih skupin, ki so ponujale vplačila fizičnim in pravnim osebam predvsem v sklade, organizirane kot investicijska družba s spremenljivim kapitalom s sedežem v Luksemburgu. Takšno vlaganje je bilo za marsikaterega investitorja v Sloveniji vprašljivo glede varnosti in tveganja.

Po novem ZISDU-1 so do vstopa Slovenije v EU investitorji lahko kupovali delnice tujih vzajemnih skladov neposredno v tujini, vendar je bilo dovoljeno le trženje tistih tujih skladov, katerih matične družbe za upravljanje bi v Sloveniji ustanovile podružnico. Le tako bi lahko tuja družba opravljala storitve upravljanja investicijskih skladov, tako kot to predpisuje zakon, vendar podružnice do vstopa Slovenije v EU ni ustanovila nobena tuja družba.

Z vstopom Slovenije v EU evropske družbe za trženje svojih skladov podružnic in soglasja ATVP ne potrebujejo več, upoštevati pa morajo slovenske predpise. ATVP bo le ugotavljala, ali je prospekt za prodajo teh skladov usklajen z evropskimi smernicami in našo zakonodajo. Trženje in oglaševanje tujih skladov je zdaj v Sloveniji dopustno le, če so vlagatelji v te sklade deležni najmanj enake ravni zaščite, kot so je deležni vlagatelji v domače vzajemne sklade. To pomeni, da morajo biti gradiva v zvezi s skladom v slovenskem jeziku. Družbe s sedežem zunaj EU bodo morale ustanovljati podružnice na območju Republike Slovenije še vedno v skladu z našo zakonodajo.

5.2.2.4. TUJI SKLADI V SLOVENIJI V PRIHODNOSTI

V prihodnosti lahko pričakujemo v Sloveniji tudi neposredno nastopanje tujih upravljavcev in distributerjev. Obetajo se pravi tuji vzajemni skladi; nastop na slovenski trg je namreč takoj po vstopu Slovenije v EU napovedala avstrijska banka Raiffeisen. Največjih tujih upravljavcev zaradi majhnosti slovenskega trga verjetno ne bo. Pričakujemo lahko prihod skladov, ki nastopajo že na sosednjih trgih. To so skladi Bank Austria in Hypo Alpe-Adria Bank. S prihodom tujih vzajemnih skladov, po mnenju strokovnjakov naj bi se jih pojavilo v letu po vstopu Slovenije v EU nekje do deset, se pričakuje seveda ostrejša konkurenca, vendar najverjetneje množičnega prihoda tujih ponudnikov skladov ne bo.

V zadnjih dveh letih so bil donosi slovenskih vzajemnih skladov kar visoki, s čimer se bo večina tujih skladov težko primerjala, zato je možno, da bodo na naš trg prišli bolj specializirani skladi, ki bodo usmerjeni predvsem na posamezne trge in posamezne vrste naložb.

Strokovnjaki v družbah za upravljanje vzajemnih skladov v Sloveniji napovedujejo, da slovenski vlagatelji kljub določenim prednostnim tujih skladov k njim ne bodo množično pristopali. Glavni razlogi so občutek večje varnosti slovenskih vlagateljev pri vlaganju v domače sklade, saj naši vlagatelji dobro poznajo domačo zakonodajo in finančne institucije. Velika prednost domačih skladov je tudi dobro poznavanje samih vlagateljev, vlagatelji pa imajo vanje visoko stopnjo zaupanja.

6. OCENA PRIHODNOSTI POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Največji vpliv na nadaljnje poslovanje slovenskih vzajemnih skladov bo imel novi ZISDU-1, možni prevzemi slovenskih podjetij s strani tujcev ter vstop Slovenije v EU.

6.1. POVEČANJE KONKURENCE MED SKLADI

Z vstopom Slovenije v EU bodo na slovenski trg prišle tuje družbe za upravljanje, vendar najverjetneje preko domačih posrednikov, saj je nova zakonodaja preveč omejevalna pri ustanavljanju podružnic tujih družb. Konkurenca med družbami za upravljanje bo postajala vse večja. Menim, da se bodo obdržale tiste družbe, ki bodo v prihodnosti razvile močno distribucijsko mrežo, ter tiste, ki bodo agresivneje tržile svoje vzajemne sklade. Močna prodajna mreža je v svetu pri družbah za upravljanje danes odločilna konkurenčna prednost, vendar imajo tuje družbe za trženje skladov za naše razmere izredno visok proračun, tako da jim bodo slovenski vzajemni skladi težko konkurirali.

Menim, da bo potrebno veliko vlaganja domačih skladov v specializirane kadre, da bi lahko konkurirali tujim vzajemnim skladom. Potrebno bo vlagati v nadaljnje izobraževanje zaposlenih v domačih skladih v obliki izpopolnjevanja na seminarjih, delavnicah in na tečajih. Za večjo razpoznavnost v javnosti bi bilo potrebno odpreti tudi dodatne finančne točke posameznih domačih vzajemnih skladov po vsej Sloveniji.

V prihodnosti bo pomemben tudi razvoj kakovostne informacijske podpore storitvam skladov, ki je pogoj za kvalitetno opravljanje dejavnosti in rast celotnega poslovanja, saj bo potrebno zagotavljati ažurnost podatkov, kar je izredno pomembno za vlagatelje skladov. Dobra informacijska podpora bi pripomogla tudi k lažji širitvi poslovanja.

Vseeno vidim veliko prednost v bodočem prihodu novih skladov na naš še vedno relativno slabo razvit trg v tem, da bo izbira finančnih produktov za bodoče vlagatelje pestrejša zaradi širše palete investicijskih možnosti ter novih oblik storitev, ki jih bodo ponujali novi skladi. Pri tem bodo morali obstoječi domači skladi v svoje poslovanje vložiti veliko truda, da bodo lahko konkurenčni tujim.

6.2. POVEČANJE DONOSNOSTI SKLADOV

Prezeme uglednih in uspešnih slovenskih podjetij je pričakovati tudi v prihodnosti, saj je lahko Slovenija zaradi svoje dobre geografske lege - je namreč v tranzitu, v centru Evrope - zanimiva za večja tuja podjetja. Za tujce so slovenska podjetja zelo pomembna, ker so usmerjena izrazito v rast na tranzicijskih trgih, zaradi česar so tuja podjetja pripravljena plačati precej visoko premijo za prevzem. Tako bi s prodajo velikih slovenskih podjetij, kot so Nova Ljubljanska banka, Telekom in Zavarovalnica Triglav, na domačo borzo vrednostnih papirjev lahko prišlo do velikega priliva denarnih sredstev, kar bi zvišalo tečaje delnic in s tem donos slovenskih vzajemnih skladov.

Največje realne možnosti za prevzem v tuje roke ima zelo uspešno farmacevtsko podjetje Krka pa tudi trgovsko podjetje Mercator, saj bi bilo lahko zanimivo za tisto tuje podjetje, ki ga zanima prodor na trge v državah bivše Jugoslavije. Mercator si je namreč pot na to področje že utrl. Prav tako bi bilo lahko prevzeto tudi podjetje Petrol, Pivovarna Laško in še kakšno bi se seveda našlo.

Vse naštetе možnosti, ki so v prihodnosti zelo verjetne, dajejo priložnost, da bo v bodoče trgovanje na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev zopet močno zaživelo in bilo na podobni ravni kot leta 2002. S tem bodo vzajemni skladi lahko veliko pridobili na donosnosti, predvsem delniški, s pridobljenimi novimi denarnimi sredstvi pa bodo skladi lahko več vlagali tudi v tujino.

6.3. POVEČANJE NALOŽB V TUJINO

Vzajemni skladi v Sloveniji že izkoriščajo možnost večjega vlaganja v tuje vrednostne papirje. Kot sem že predhodno omenjala, je glavna prednost teh naložb zmanjšanje tveganja skladov. Menim, da bodo tovrstne naložbe v prihodnosti še pomembnejše, saj se bodo po vseh možnih prevzemih slovenskih podjetij razmere na domačem trgu vrednostnih papirjev postopoma umirjale in ne bodo več tako zanimive.

Stari zakon je bil pri naložbah v tujino preveč omejevalen predvsem do tistih skladov, ki so imeli in še imajo v sklade vedno večje prilive denarnih sredstev, kot jih ima npr. sklad Galileo. Donosnost skladov bi se zaradi starega zakona lahko zniževala, saj bi bili skladi zaradi svojih večjih finančnih sredstev prisiljeni vlagati tudi v delnice slabših slovenskih podjetij, namesto da bi lahko vlagali v tuje delnice. Na srečo je prišlo do novega zakona, kjer omejitev ni več.

Prepoved omejitve naložb v tujino bo povzročila tudi pojav resne konkurence med obstoječimi vzajemnimi skladi v Sloveniji, saj se bodo zaradi različnosti naložb med skladi povečale razlike med njimi, ki jih do prepovedi omejitve ni bilo.

6.4. USTANAVLJANJE PODRUŽNIC SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV NA TUJEM

Domači vzajemni skladi, ki bodo tudi v prihodnosti uspešno poslovali, se bodo najverjetneje spustili v ustanavljanje podružnic v Evropi, tako kot je to že storila družba KD Investment. Družbe za upravljanje skladov je ustanovila že na Hrvaškem, v Srbiji in Črni gori ter nazadnje tudi v Bosni in Hercegovini. Namerava se širiti tudi na vzhodnoevropske finančne trge. V Romuniji je svojo podružnico že ustanovila, namerava pa jih ustanoviti tudi v Bolgariji in na Češkem (Letno poročilo KD Group, 2003, str. 97-98)

Pri širitvi na vzhodnoevropsko tržišče bi bili lahko naši skladi uspešni, saj tam vzajemni skladi postajajo tako kot v Sloveniji vse bolj priljubljena oblika varčevanja pa tudi obseg sredstev, s katerimi upravljajo vzajemni skladi na trgih v tem delu Evrope, narašča. Srednja Evropa je na tem področju že zelo konkurenčna, v Vzhodni Evropi pa se nove oblike varčevanja šele uveljavljajo.

SKLEP

V tujini imajo vzajemni skladi že stoletno tradicijo, za Slovenijo pa bi lahko rekli, da se je razvoj vzajemnih skladov šele dobro začel, saj obstajajo komaj dobro desetletje. Verjetno bi bila stopnja današnjega razvoja naših vzajemnih skladov višja, če ne bi bil stari ZISDU tako zelo omejevalen, predvsem pri naložbah v tujino. Z novim zakonom, pri katerem je prišlo do prenehanja te prepovedi, bodo lahko vzajemni skladi v Sloveniji bolj zaživi. Konkurenca med njimi bo večja, saj bodo zaradi večjih možnosti različnih vlaganj med njimi večje razlike v očeh investitorjev.

Če se primerjamo s tujino, je tam vlaganje v sklade zelo priljubljeno, glavni razlog pa je njihova dolgoletna tradicija. Pri nas se izraz borza pred dobrimi desetimi leti skoraj sploh še ni uporabljal. Posledica je še vedno zelo majhno število vlagateljev v vzajemne sklade, vendar pa skladi v Sloveniji postajajo vse bolj popularni. Povečuje se namreč število novih vlagateljev ter obseg denarnih sredstev v premoženju skladov, predvsem na račun preteklih donosov, ki niso zanemarljivo majhni. Konec leta 1999 je bilo le 8.813 vlagateljev v vzajemne sklade ter 18 EUR vloženih sredstev

na prebivalca, konec leta 2003 pa že 58.000 vlagateljev ter 300 EUR sredstev na prebivalca Slovenije.

V prihodnosti se bo število investitorjev še povečevalo, tudi na račun visokega zniževanja obrestnih mer bančnih depozitov, ki je posledica ukinitve temeljne obrestne mere. Dolgoročno so vzajemni skladi tudi zaradi likvidnosti zelo varna in donosna naložba, kratkoročno, predvsem pri delniških, pa vlagatelj kljub vsemu več tvega. Slovenski varčevalci so naklonjeni predvsem vlaganju v banke, ki pa je nelikvidna in še posebej danes zelo nedonosna naložba. Za nameček naj bi z letom 2005 začel veljati zakon, ki bo obdavčeval že tako nizke prihodke iz naslova obrestnih mer bančnih depozitov.

V Sloveniji bo tako preteklo še veliko časa, preden bo večina populacije, tudi tisti najbolj konzervativni, ki imajo še vedno kljub izredno nizkim bančnim obrestnim meram svoje prihranke v bankah, spoznala, da so vzajemni skladi dobra oblika varčevanja, predvsem dolgoročna. Predvsem bo za večjo razpoznavnost vzajemnih skladov potrebno vedno več vlagati v medije, saj bodo le tako vzajemni skladi v Sloveniji postali znani in priljubljeni širšemu krogu slovenskih varčevalcev.

Največji pomen poleg uvedbe novega ZISDU-1 ima za domače sklade tudi vstop Slovenije v EU. Prihajalo bo namreč do vstopa tujih skladov in s tem do velike nevarnosti možnega izpodrivanja že obstoječih skladov v Sloveniji, ki bodo morali vložiti veliko truda in denarnih sredstev za doseganje večje konkurenčnosti.

LITERATURA

1. Bogle John C.: Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor. New York : Richar D. Irwin, 1994. 320 str.
2. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
3. Dolenc Primož: Izredno nizke realne obrestne mere. Kapital, Ljubljana, 13(2003), 320, str.17.
4. Dolenc Primož: Se bodo bančne obrestne mere ustalile? Kapital, Ljubljana, 13(2003a), 324, str. 21.
5. Dolenc Primož: Konvergenca obrestnih mer. Kapital, Ljubljana, 14(2004), 331, str. 23.
6. Fredman Albert J., Wiles Russ: How Mutual Fund Work. New York : Institute of Finance, 1993. 334. str.
7. Grahek Andraž: Galileo petič prvi med primerljivimi svetovnimi skladi. Finance, Ljubljana, 20.2.2003, str. 2.
8. Grobelnik Petra: Vse raste, vse se dviguje. Kapital, Ljubljana, 14(2004), 335, str. 26-27.
9. Hočevar Borut: Kaj morate vedeti o denarju in borzi, da lahko iz enega tolarja naredite dva. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 200 str.
10. Jesenek Mateja: Kako do tujih vzajemnih skladov. Kapital, Ljubljana, 13(2003), 312, str. 26-28.
11. Juvan Boštjan: Razvoj slovenskih vzajemcev v zadnjih letih. Kapital, Ljubljana, 13(2003), 319, str. 31.
12. Kačič Matej: Prilivi rekordni, vzajemni skladi dokončno razcveteni. Finance, Ljubljana, 4.12.2003, str. 10.

13. Kaplja Samo: Vzajemni skladi v Sloveniji. Diplomaska naloga. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 46. str.
14. Kodrič Sandi: Kako gledajo varčevalci na slovenske vzajemne sklade. Kapital, Ljubljana, 13(2003), 313, str. 17.
15. Kodrič Sandi: Dvakrat več vzajemnih skladov ob koncu leta? Kapital, Ljubljana, 13(2003a), 319, str. 32-33.
16. Kodrič Sandi: Podzakonski akti k ZISDU-1. Kapital, Ljubljana, 13(2003b), 319, str. 34.
17. Krivec Vasilij: Mali vlagatelji selijo denar. Družinski delničar, Ljubljana, 6(2004), 82, str. 21-22.
18. Mastnak Simon: 5 let slovenskih vzajemnih skladov. Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 23(2002), 13, str. 19-20.
19. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381. str. 2002, str.20.
20. Novak Branko: Donose bo krojila Evropa. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 14(2004), 52, str. 34-35.
21. Petavs Stane: Devizni depoziti prehiteli tolarske. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 13(2003), 44, str. 54.
22. Pinterič Jan: Skladi obljublajo donosno jesen. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 13(2003), 29, str. 38-39.
23. Pinterič Jan: So delnice precenjene? Gospodarski vestnik, Ljubljana, 13(2003a), 45, str. 26.
24. Prohaska Zdenko: Investicijski skladi (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998), 11, str. 7-10.
25. Prohaska Zdenko: Investicijski skladi (3). Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1998a), 1/2, str. 13-17.
26. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.

27. Toplak Damjan: Brez tveganja tudi donosov ni. Večer, Maribor, 23.10.2003, str. 12.
28. Turk Boštjan: Naj se bojimo tujih skladov? Gospodarski vestnik, Ljubljana, 14(2004), 59, str. 58.
29. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 46(1997), 11, str. 2-8.
30. Zorman Gašper: Premalo poznani obvezniški vzajemci. Družinski Delničar, Ljubljana, 6(2003), 70, str. 23.
31. Zorman Gašper: Kaj je pid in kaj vzajemec. Družinski delničar, 6(2003a), 72, str. 51.
32. Zorman Gašper: Poslovanje vzajemcev v letu 2003. Kapital, Ljubljana, 13(2003b), 319, str. 28-30.
33. Zorman Gašper: Tujina ni več greh. Družinski Delničar, Ljubljana, 6(2003c), 75, str. 24.
34. Zorman Gašper: Še eno uspešno leto. Kapital, Ljubljana, 14(2004), 330, str. 20-22.
35. Zorman Gašper: Presenetljiva januarska rast. Kapital, Ljubljana, 14(2004a), 331, str. 20-21.
36. Žnidaršič - Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji - (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 421 str.

VIRI

1. Donosnost vzajemnih skladov.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_zmagovalci.php], 30.04.2004.
2. Interni gradivo in podatki Medvešek Pušnik DZU, 2004.
3. Letno poročilo KD Group za leto 2002, 2003, 121 str.

4. NLB - Tolarski depoziti.
[URL: www.nlb.si], 04.05.2004.
5. Posebni vzajemni sklad Alfa – vrste naložb.
[URL: http://www.vzajemci.com/vrste_nalozb.php?sklad=AL], 30.04.2004.
6. Posebni vzajemni sklad Rastko – vrste naložb.
[URL: http://www.vzajemci.com/vrste_nalozb.php?sklad=RA], 30.04.2004.
7. Povprečna sprememba VEP.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_vep.php?cas=m60ann], 30.04.2004.
8. Tržni delež slovenskih družb za upravljanje.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_trzni_delez.php?kaj=dzu], 30.04.2004.
9. Tržni delež vzajemnih skladov.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_trzni_delez.php?kaj=vs], 30.04.2004.
10. Tujina – delež v skladih.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_vrste_nalozb.php?kaj=tujina], 30.04.2004.
11. Spletna stran skupine KD Group.
[URL: <http://www.kd-group.si>], 30.04.2004.
12. Spletna stran Vzajemci.com.
[URL: <http://www.vzajemci.com>], od 10.04. do 30.04.2004.
13. Zakon o investicijskih družbah in investicijskih skladih (ZISDU-1) (Uradni list RS), št. 4/03, 15/03, 18/03, 22/03, 30/03, 60/03, 84/03, 112/03, 113/03, 114/03, 126/03.

PRILOGA

Priloga 1: Tržni deleži posameznih vzajemnih skladov v Sloveniji na dan 30.04.2004

VZAJEMNI SKLAD	TRŽNI DELEŽ
Galileo	33,95%
Rastko	14,65%
Alfa	9,79%
Primus	8,48%
Modra kombinacija	4,85%
Delniški	4,11%
Vizija	4,05%
Skala	3,95%
KD Bond	2,68%
Zajček	2,60%
Hrast	1,81%
MP-Global.SI	1,52%
MP-Plus.SI	1,39%
Polžek	1,32%
S.P.D.	1,06%
Vipek	0,98%
Živa	0,84%
Sova	0,57%
LBM Piramida	0,55%
Pika	0,50%
Triglav Renta	0,35%

Vir: Tržni delež vzajemnih skladov, 2004.

Priloga 2: Višina provizij posameznih vzajemnih skladov v Sloveniji

SKLAD	NAJVIŠJA VSTOPNA PROVIZIJA	NAJVIŠJA IZSTOPNA PROVIZIJA	UPRAVLJAVSKA PROVIZIJA (LETNO)
Delniški	3,00%	0,00%	2,00%
MP-Global.SI	3,00%	0,00%	3,00%
MP-Plus.SI	1,50%	0,00%	3,00%
Rastko	3,00%	0,00%	2,00%
S.P.D.	3,00%	0,00%	2,00%
Zajček	2,00%	1,00%	2,00%
Živa	1,50%	1,50%	2,00%
Alfa	3,00%	0,00%	2,00%
Galileo	3,00%	0,00%	2,00%
Hrast	3,00%	0,00%	2,00%
Modra kombinacija	1,40%	1,40%	2,00%
LBM Piramida	0,00%	1,00%	2,00%
Polžek	2,00%	1,00%	2,00%
Primus	0,00%	3,00%	2,00%
Triglav Renta	1,00%	2,00%	2,00%
Skala	2,00%	1,00%	2,00%
Vipek	2,00%	1,00%	2,00%
Vizija	1,50%	1,50%	2,00%
KD Bond	2,00%	0,00%	1,00%
Pika	1,50%	1,50%	2,00%
Sova	2,50%	0,00%	1,00%

Vir: Spletna stran vzajemci.com, 2004.

Priloga 3: Povprečna letna donosnost vzajemnih skladov po letih od 1999–2003

SKLAD	2003	2002	2001	2000	1999
Alfa	14,66%	52,77%	24,15%	24,24%	23,31%
KD Bond	10,28%	18,24%	9,65%	13,22%	13,79%
Delniški	20,08%	47,14%	29,19%	8,96%	23,62%
Galileo	16,82%	58,84%	27,19%	0,47%	19,54%
Hrast	16,97%	51,66%	20,94%	4,33%	17,01%
Modra kombinacija	21,12%	56,05%	15,37%	6,56%	14,45%
LBM Piramida	16,06%	28,97%	13,89%	11,25%	13,22%
Pika	10,65%	24,17%	20,16%	9,44%	17,64%
Polžek	14,95%	40,57%	14,30%	4,75%	11,30%
Rastko	18,42%	60,52%	20,51%	-1,57%	32,26%
Triglav Renta	16,59%	29,99%	20,24%	12,28%	
Skala	16,77%	55,15%	21,57%		
Sova	9,80%	12,32%	10,98%		
S.P.D.	16,04%	49,87%	25,05%	11,94%	28,27%
Vipek	17,77%	40,67%	19,74%	6,66%	15,34%
Vizija	23,59%	34,93%	13,80%	3,75%	13,59%
Zajček	17,41%	54,48%	17,02%	4,82%	11,49%
Živa	14,60%	54,01%	25,20%	5,15%	
Povprečna donosnost	16,25%	42,80%	19,39%	7,89%	18,20%

Vir: Donosnost vzajemnih skladov; lastni izračuni, 2004.

Priloga 4: Prikaz strukture naložb posebnega vzajemnega sklada Alfa na dan 30.04.2004

Šifra	Vrsta naložb	v 000 SIT	V %
1.	Dodatna likvidna sredstva	20.923	0,15%
1.1.	Denarna sredstva	20.923	0,15%
1.2.	Druga dodatna likvidna sredstva	0	0,00%
2.	Depoziti	164.610	1,16%
2.1.	Depoziti pri bankah v RS	164.610	1,16%
2.2.	Depoziti pri kreditnih ustanovah izven RS	0	0,00%
3.	Vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga (org. trg VP)	12.667.500	89,38%
3.1.	Vrednostni papirji	10.671.000	75,29%
3.1.1.	Vrednostni papirji izdajateljev iz RS	9.383.400	66,21%
3.1.1.1.	Delnice	5.983.530	42,22%
3.1.1.2.	Obveznice	3.399.870	23,99%
3.1.1.3.	Drugi vrednostni papirji	0	0,00%
3.1.2.	Vrednostni papirji izdajateljev izven RS	1.287.600	9,09%
3.1.2.1.	Delnice	1.287.600	9,09%
3.1.2.2.	Obveznice	0	0,00%
3.1.2.3.	Drugi vrednostni papirji	0	0,00%
3.2.	Instrumenti denarnega trga	1.996.530	14,09%
3.2.1.	Instrumenti denarnega trga izdajateljev iz RS	1.996.530	14,09%
3.2.2.	Instrumenti denarnega trga izdajateljev izven RS	0	0,00%
4.	Enote premoženja oziroma delnice investicijskih skladov	0	0,00%
5.	Izvedeni finančni instrumenti	0	0,00%
5.1.	Za namene zavarovanja pred tveganji	0	0,00%
5.1.1.	Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev v RS)	0	0,00%
5.1.2.	Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev izven RS)	0	0,00%
5.2.	Naložbene v izvedene finančne instrumente	0	0,00%
6.	Instrumenti denarnega trga (denarni trg)	0	0,00%
6.1.	Instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	0	0,00%
6.2.	Instrumenti denarnega trga izdajateljev izven RS	0	0,00%
7.	Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga	1.213.600	8,56%
7.1.	Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	1.213.600	8,56%
7.2.	Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev izven RS	0	0,00%
8.	Posojila za zavarovanje najetih posojil kot tehnik upravljanja tečajnih tveganj	0	0,00%
9.	Lastne delnice investicijske družbe	0	0,00%
10.	Terjatve	105.854	0,75%
11.	SKUPAJ	14.172.500	100,00%

Vir: Posebni vzajemni sklad Alfa – vrste naložb, 2004.

Priloga 5: Prikaz strukture naložb posebnega vzajemnega sklada Rastko na dan 30.04.2004

Šifra	Vrsta naložb	v 000 SIT	v %
1.	Dodatna likvidna sredstva	173.653	0,82%
1.1.	Denarna sredstva	173.653	0,82%
1.2.	Druga dodatna likvidna sredstva	0	0,00%
2.	Depoziti	559.000	2,63%
2.1.	Depoziti pri bankah v RS	559.000	2,63%
2.2.	Depoziti pri kreditnih ustanovah izven RS	0	0,00%
3.	Vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga (org. trg VP)	17.778.900	83,56%
3.1.	Vrednostni papirji	17.778.900	83,56%
3.1.1.	Vrednostni papirji izdajateljev iz RS	15.898.900	74,73%
3.1.1.1.	Delnice	14.402.000	67,69%
3.1.1.2.	Obveznice	1.496.940	7,04%
3.1.1.3.	Drugi vrednostni papirji	0	0,00%
3.1.2.	Vrednostni papirji izdajateljev izven RS	1.880.010	8,84%
3.1.2.1.	Delnice	1.880.010	8,84%
3.1.2.2.	Obveznice	0	0,00%
3.1.2.3.	Drugi vrednostni papirji	0	0,00%
3.2.	Instrumenti denarnega trga	0	0,00%
3.2.1.	Instrumenti denarnega trga izdajateljev iz RS	0	0,00%
3.2.2.	Instrumenti denarnega trga izdajateljev izven RS	0	0,00%
4.	Enote premoženja oziroma delnice investicijskih skladov	0	0,00%
5.	Izvedeni finančni instrumenti	0	0,00%
5.1.	Za namene zavarovanja pred tveganji	0	0,00%
5.1.1.	Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev v RS)	0	0,00%
5.1.2.	Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev izven RS)	0	0,00%
5.2.	Naložbene v izvedene finančne instrumente	0	0,00%
6.	Instrumenti denarnega trga (denarni trg)	2.077.910	9,77%
6.1.	Instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	2.077.910	9,77%
6.2.	Instrumenti denarnega trga izdajateljev izven RS	0	0,00%
7.	Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga	658.267	3,09%
7.1.	Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	658.267	3,09%
7.2.	Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev izven RS	0	0,00%
8.	Posojila za zavarovanje najetih posojil kot tehnik upravljanja tečajnih tveganj	0	0,00%
9.	Lastne delnice investicijske družbe	0	0,00%
10.	Terjatve	28.363	0,13%
11.	SKUPAJ	21.276.100	100,00%

Vir: Posebni vzajemni sklad Rastko – vrste naložb, 2004.

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

aggressive growth funds - skladi agresivne rasti

bond mutual funds - vzajemni skladi obveznic

common stock mutual funds - vzajemni skladi delnic

conservative growth funds - skladi zadržane rasti

equity-income funds - lastniško-dobičkovni skladi

equity oriented portfolios - drugi delniško orientirani skladi

general equity portfolios - splošni sklad delnic

growth and income funds - skladi rasti in dohodka

hybrid funds - mešani skladi

international funds – mednarodni skladi

market index funds – borzni indeksni skladi

moderate growth funds – skladi zmerne rasti

money market mutual funds - vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev

sector funds – sektorski skladi

small company funds - skladi malih podjetij

stock market index funds – borzni indeksni skladi

tax exempt money market funds – skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev, brez obdavčenj