

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**PRILAGAJANJE INVESTICIJSKIH
SKLADOV UREDITVI EVROPSKE UNIJE**

Ljubljana, junij 2003

ANA FRANGEŽ

KAZALO

UVOD	1
I. INVESTICIJSKI SKLADI IN DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE	3
I.I. ZGODOVINA.....	4
I.II. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	5
I.II.I Pooblaščne investicijske družbe.....	5
I.II.II Vzajemni skladi.....	6
I.II.III.I Vrste skladov.....	7
I.II.III Investicijske družbe.....	9
I.II.IV Družbe za upravljanje.....	10
II. STANJE NA TRGU VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	11
II.I. ZNAČILNOSTI TRGA V SLOVENIJI.....	11
II.I.I Zakonska urejenost.....	12
II.I.II Razvoj.....	12
II.I.III Prednosti varčevanja v vzajemnih skladih.....	12
II.II. RAZLOGI ZA MAJHNOST SLOVENSKEGA TRGA VZAJEMNIH SKLADOV.....	13
II.II.I Skromna ponudba.....	14
II.II.II Provizije.....	15
II.II.IV Davčna zakonodaja.....	15
III. NOVOSTI IN SPREMEMBE, KI JIH PRINAŠA NOVI ZAKON O INVESTICIJSKIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-1)	21
III.I SKRBNIKI PREMOŽENJA.....	21
III.II TUJA KONKURENCA.....	23
III.III DOBRO OBVEŠČENI VLAGATELJI.....	23
III.IV NOVE VRSTE NALOŽB.....	24
III.IV.I Indeksni skladi.....	24
III.IV.II Sklad denarnega trga.....	24
III.IV.III Namenski sklad.....	25
III.IV.IV Druge vrste naložb.....	25
III.V DRUGE SPREMEMBE IN NOVOSTI.....	26
IV. VPLIV IMPLEMENTACIJE NOVEGA ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE V SLOVENIJI	27
IV.I NAVODILA ZA PREOBLIKOVANJE - USKLADITEV OBSTOJEČIH OBLIK INVESTICIJSKIH SKLADOV Z NOVO ZAKONODAJO.....	27
IV.II SPREMEMBE V TRŽENJU SKLADOV IN NADZOR.....	28
IV.II.I Trženje Vzajemnih Skladov.....	28
IV.II.I.I Tržne poti vzajemnih skladov v Združenih državah Amerike.....	29
IV.II.I.II Tržne poti vzajemnih skladov v Evropi.....	30
IV.II.I.III Značilnosti tržnih poti vzajemnih skladov v Sloveniji.....	30
IV.II.III DELO NADZORNIH INSTITUCIJ.....	32
IV.III.I Nadzorne institucije v Združenih državah Amerike.....	32
IV.III.II Nadzorne institucije v Evropski Uniji.....	32
IV.III.III Nadzorne institucije v Sloveniji.....	33
IV.III.IV Sodelovanje nadzornih institucij.....	34
V. SKLEP	34
VI. LITERATURA	37
VII. VIRI	38

Kazalo tabel:

Tabela 1: Tipi vzajemnih skladov v Sloveniji v letu 2003.....	8
---	---

Kazalo slik:

Slika 1: Razdelitev investicijskih skladov.....	5
Slika 2: Vloge v vzajemnih skladih in bankah v Sloveniji, v milijardah SIT, na dan 31.12.2001.....	14
Slika 3: Število finančnih institucij v Sloveniji.....	15
Slika 4: Število vlagateljev v vzajemnih skladih v Sloveniji v letu 2001 in 2002.....	17
Slika 5: Čista vrednost sredstev v vzajemnih skladih konec leta 1999,2000,2001,2002, v mio SIT.....	17
Slika 6 : Letni obseg vplačil in izplačil v vzajemne sklade v obdobju 1995-2001.....	18
Slika 7: Razdelitev naložb v Sloveniji konec leta 2002.....	18
Slika 8: Razdelitev naložb v letu 2002 na svetovnih trgih.....	19
Slika 9: Vloge v VS per capita v USD v letu 2001 po posameznih izbranih državah.....	20
Slika 10: Struktura naložb v vzajemne sklade v Sloveniji v letu 2002.....	26

UVOD

V Sloveniji je pred kratkim potekal referendum, na katerem smo se prebivalci Slovenije odločali, ali želimo postati del skupnosti držav, združenih pod imenom Evropska Unija (EU). Referendum je potekal šele sedaj, saj je Slovenija čakala na uradno povabilo Evropske Unije, že precej časa pa so na področjih od financ, prava, zdravstva in sociale potekale priprave na vključitev v Evropsko Unijo. V ta namen je bilo organiziranih že mnogo debat, sestavljenih mnogo delovnih skupin in odborov, predvsem pa porabljenega ogromno denarja za prilagajanje smernicam, ki jih predpisuje evropska zakonodaja.

Referendum je mimo in Slovenci so se z veliko večino odločili, kar je bilo tudi pričakovano, da smo za vključitev v Evropsko Unijo. Dejstvo je torej, da bo Slovenija že čez slabo leto, natančneje 1. maja 2004, postala članica EU, skupine evropskih držav, ki jih, poleg skupne valute Evro vežejo tudi skupni pravni red in institucije. Slovenija se vključuje v EU predvsem zato, ker za majhno državo, z dvema milijonoma prebivalcev, to pomeni izziv in dobro možnost povezovanja.

S priključitvijo Slovenije Evropski Uniji je potrebno preurediti tudi organiziranost kapitalskega trga v Sloveniji in ga prilagoditi ustreznim evropskim direktivam, ki sedanjim članicam in državam kandidatkam za članstvo postavljajo pravila, ki se jih morajo države članice držati, države kandidatke pa sprejeti in se jim prilagoditi še pred priključitvijo.

Slovenski kapitalski trg bo z vključitvijo v EU postal del velikega evropskega trga, kar bo rešilo nekatere probleme, ki so predvsem posledica njegove majhnosti. Med pomembnejšimi koraki za razvoj slovenskega trga je nedvomno zagotoviti zadostno konkurenčnost in odpraviti značilnosti, ki niso združljive z razvitimi trgi. To velja tako za zakonodajni okvir, ki se mu Slovenija že približuje in svojo zakonodajo že usklajuje z evropsko, kot tudi za udeležence trga kapitala in njegovo infrastrukturo. Pri usklajevanju je potrebno paziti, da ne bi zakonodaja po nepotrebem postala strožja, kot je zahtevano, saj bi lahko s tem močno ogrozili konkurenčnost slovenskega trga.

Obširen kapitalski trg EU urejajo številne direktive in bilo bi nesmiselno govoriti o vseh ali morda le nekaterih, saj bi bila tema za eno samo diplomsko delo preprosto preobširna. Zaradi tega razloga, pa tudi zaradi mojega zanimanja za investicijske sklade se bom osredotočila le na eno od mnogih direktiv Evropske Unije, in sicer tisto, ki ureja poslovanje investicijskih skladov, imenovano tudi UCITS, kar pomeni Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities, torej investicijski skladi z naložbeno politiko investiranja v prenosne vrednostne papirje in na denarni

trg. Osredotočila se bom na delovanje in značilnosti vzajemnih skladov in družb za upravljanje ter stanje, ki ga je že in ga še bo povzročilo prilagajanje evropskim direktivam.

Države kandidatke za vstop v Evropsko Unijo, kamor sodi tudi Slovenija, morajo besedilo omenjene direktive in vse njene spremembe vključiti v domačo zakonodajo, zato se je tega lotila tudi Slovenija, kjer je prilagajanje potekalo nekako tako:

Najprej je bil pripravljen predlog novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU-1), saj je bil stari Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU), iz leta 1994 že nekoliko zastarel in ni več ustrezal velikim spremembam na kapitalskem trgu, do katerih je prihajalo predvsem zaradi procesa privatizacije (Pinterič, 2002c)

Zakonodajalec si je s sprejetjem omenjenega zakona postavil cilje omogočiti nastanek in razvoj nebančnih ustanov z namenom spodbujanja razvoja trga kapitala in vrednostnih papirjev ter uravnoteženja slovenskega finančnega sistema, omogočiti uporabo zasebnih prihrankov za gospodarski razvoj na takšen način, ki bo z vidika donosa in tveganja zanimiv tako za varčevalce kot podjetja. Zaradi približevanja evropskim integracijam je nujno tudi povečanje zaupanja malih investorjev v nove finančne ustanove z upoštevanjem zahtevnih evropskih standardov informiranja javnosti in zagotavljanja varnosti poslovanja skladov ter oblikovati vzajemne sklade in investicijske družbe po zgledu držav Evropske unije na podlagi smernic ter doseči vključevanje v mednarodne trge kapitala (Žnidaršič Kranjc, 1999, str.41).

Omenjeni predlog novega Zakona, napisan leta 2001, je zelo podrobno sledil direktivi UCITS in jo v določenih segmentih celo kopiral, kar sicer ni prvotni namen direktive, vendar so se snovalci ob pisanju Zakona morali na nekaj opirati. Predlog je dobil vrsto popravkov in sprememb in nazadnje je bil novi ZISDU-1 konec novembra 2002 sprejet.

Novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) je začel veljati 3. januarja 2003, vendar pa se bo začel zares izvajati, ko bodo spisani in sprejeti vsi podzakonski akti in se bodo spremembam prilagodili tudi vzajemni skladi, družbe za upravljanje in druge institucije vpletene v prilagajanje novi zakonodaji.

Sprejetje tega zakona pa samo po sebi ni dovolj za ustrežanje kriterijem EU. Novi ZISDU-1, v primerjavi s starim ZISDU prinaša mnoge spremembe in novosti. Določa pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter nadzor nad njihovim poslovanjem. Ponuja bistveno več možnosti pri izbiri naložb, saj tuji trg odpira tudi domačim skladom. Na slovenski kapitalski trg prinaša še nekatere nove akterje. Omogoča oziroma dopušča namreč ustanavljanje novih oblik skladov, vse

dosedanje oblike skladov in družb za upravljanje pa se morajo v različnih predpisanih rokih prilagoditi novemu zakonu. Agencijo za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Agencija), nadzorno institucijo tega segmenta kapitalskega trga, čaka veliko dela, saj je potrebno za uresničevanje zakona pripraviti 47 podzakonskih aktov, poleg tega pa se bo močno razširilo tudi področje nadzora, saj bo potrebno nadzirati slovenske sklade na EU trgu in tuje sklade na slovenskem kapitalskem trgu.

Namen tega diplomskega dela je prikazati trenutno stanje na trgu vzajemnih skladov v Sloveniji, novosti, ki jih na to področje prinaša novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje in spremembe, ki jih bo povzročilo uresničevanje nove zakonodaje in vključevanje v evropski sistem držav.

V prvem poglavju diplomske naloge bom predstavila osrednje obravnavane pojme, oblike in vrste investicijskih skladov, njihove naloge in vloge na kapitalskem trgu od nastanka do danes in sicer na tujih in na domačem trgu.

Drugo poglavje vsebuje poglede na trenutno stanje domačega trga vzajemnih skladov, njegove prednosti in šibkosti, v primerjavi z značilnostmi tujih trgov investicijskih skladov, kjer so kot primerjalna področja uporabljene Združene države Amerike, ki veljajo za narekovalca svetovnih gospodarskih trendov in zakonodaje na finančnem področju in Evropske Unije, kamor se Slovenija vključuje.

V tretjem poglavju se osredotočam na novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), ki je bil sprejet konec novembra 2002 in na mnoge spremembe, ki jih prinaša pri poslovanju investicijskih skladov, vrstah naložb in spremembah pravnega reda, ki se mu mora Slovenija prilagoditi v času priprav na vključitev v Evropsko Unijo.

V zadnjem poglavju so prikazane spremembe, ki jih bo implementacija novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ter prilagajanje novi zakonodaji povzročila v Sloveniji.

I. INVESTICIJSKI SKLADI IN DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE

Investicijski skladi so družbe, ki upravljajo s premoženjem vlagateljev. Delimo jih glede na to, kakšen je njihov cilj in glede na možnosti vključevanja v sklad. Koncept investicijskih skladov je nastal na podlagi potreb tistih, ki so želeli strokovno upravljanje portfelja, ker sami za aktivno upravljanje z naložbami niso imeli potrebnega časa in znanja.

I.I. ZGODOVINA

Zgodovinski zapisi zelo različno omenjajo prve investicijske družbe. Po nekaterih podatkih je bilo možno prvo investicijsko družbo zaslediti že leta 1822, v Bruslju. Spet drugi viri navajajo, da so se prve družbe, ki so vsebinsko ustrezale današnji investicijski družbi, delovale v Angliji v sedemdesetih letih 19. stoletja in so bile namenjene zbiranju denarja za železniško omrežje. Zaključimo lahko, da so se investicijske družbe najprej pojavile v Evropi. Vodilno vlogo pri razvoju investicijskih skladov so prevzeli Angleži in leta 1868 je bil ustanovljen prvi Angleški investicijski sklad, ki je v času, ko je bilo tovrstno investiranje rezervirano le za velike delničarje, pot do investiranja odprl tudi manjšim investitorjem in jim omogočil varnejše naložbe, saj je zmanjšal tveganje (Lubej, 2001, str.12-13).

Idejo o investicijskih družbah so zelo kmalu zgrabili v Združenih državah Amerike (ZDA) in konec 19. stoletja so se pojavile prve investicijske družbe tudi tam. Začetek 20. stoletja je tam veljal za obdobje finančne rasti in inovacij na vseh področjih financ. Združene države Amerike so idejo skoraj vzele za svojo, dodale še nekaj značilnosti, zato imamo še danes občutek, da investicijske družbe pravzaprav izvirajo iz ZDA, ki še danes veljajo za narekovalca finančnih inovacij, trendov in zakonodaje. Hitrejši razvoj so ameriške investicijske družbe doživljale po prvi svetovni vojni. Val sprememb zakonodaje, ki se je pojavil po borznem zlomu leta 1929 je temeljito prevetрил in uredil delovanje investicijskih skladov in takrat je bil ustanovljen tudi prvi odprti vzajemni sklad, vse do takrat so delovali le zaprti investicijski skladi. Po razmahu v finančni velesili so se investicijski skladi razširili tudi po Evropi (Kodrič, 2001, str.12,13).

Investicijski skladi so bili prvotno ustanovljeni z namenom izpolnjevanja potreb malih investitorjev po profesionalnem managementu in diverzifikaciji njihovega premoženja, danes pa se k skladom obračajo tudi institucionalni investitorji, kot na primer pokojninski skladi zaposlenih, razne fundacije in zavarovalnice. Institucionalne investitorje so k vlaganju pritegnile predvsem razumno visoke provizije, likvidnost, možnost pregleda nad delovanjem in rezultati različnih skladov, ki morajo o svojih doseženih rezultatih poročati državnim nadzornim organom ter širši javnosti (Passtrak, 2000, str. 499).

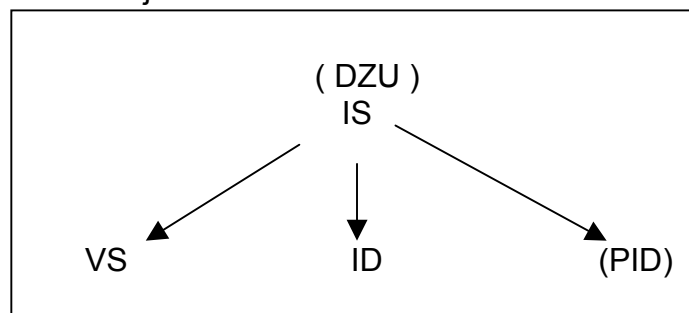
Investitorji vzajemnih skladov prihajajo iz zelo različnih družbenih krogov in iz skupin z zelo različnimi višinami dohodkov. Ravno to je njihova prednost. Med investitorji so mnogi takšni, ki so večji investiranja, pa za to nimajo časa, prevladujejo pa tisti, ki o investiranju ne vedo dosti, ene in druge pa veže skupna značilnost – odločili so se, da svoje prihranke, ali presežek v osebnem proračunu, ki so ga v pričakovanju ustrezno visokih donosov sposobni pogrešati, in vsaj del svojih naložbenih aktivnosti prepustijo profesionalcem (Gitman, Joehnk, 1998, str. 495).

Investicijski skladi so pomemben udeleženec slovenskega trga vrednostnih papirjev in kapitalnega trga, njihova funkcija pa je zbiranje prihrankov in njihovo usmerjanje v investicije in gospodarski razvoj. Zaradi tega je njihovo ustrezno delovanje pomemben makroekonomski interes vsake države. V državnem interesu je torej zagotoviti stabilnost in zanesljivost delovanja tega segmenta finančnega sistema ter zaupanje vlagateljev.

I.II. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijski sklad je skupno ime za družbe, ki upravljajo s premoženjem pravnih ali fizičnih oseb v njihovo korist. Delimo jih na vzajemne sklade, investicijske družbe in pooblašene investicijske družbe. Na kapitalnem trgu pa se pojavljajo še družbe za upravljanje, ki so edini zakoniti zastopniki investicijskih skladov na kapitalnem trgu in z njimi tudi upravljajo (Hočevar, 1993, str. 154).

Slika 1: Razdelitev investicijskih skladov



Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003, lasten prikaz.

I.II.I Pooblašene investicijske družbe

Značilnost pooblaščenih investicijskih družb (PID) je, da je njihov nastanek povezan s procesom privatizacije v Sloveniji. Ustanovljene so bile zato, da so od državljanov Republike Slovenije pridobile lastniške certifikate in so tako pomenile pomemben člen v procesu slovenske privatizacije. Ker po novem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje zanje ne bo več prostora v slovenskem finančnem sistemu, postopoma se bodo morale namreč preoblikovati v redne delniške družbe, v vzajemne sklade ali investicijske družbe, o njih v tem diplomskem delu ne bo veliko besede (Pinterič, 2002a, str.86).

I.II.II Vzajemni skladi

Vzajemni skladi so skup premoženja, ki je sestavljeno iz naložb v prenosljive vrednostne papirje, financirano z denarjem pravnih ali fizičnih oseb in ostaja v lasti teh oseb. Ker niso pravna oseba, v finančnem sistemu in na kapitalskem trgu ne morejo delovati kot samostojen subjekt, zato so jim bili kot uradno pravni zastopniki dodeljeni upravljavci, imenovani družbe za upravljanje. Družbe za upravljanje so pravne osebe in so ustanovljene izključno za upravljanje vzajemnih skladov in investicijskih družb v korist njihovih lastnikov. Vzajemni skladi sredstva zbirajo z javno prodajo izdanih investicijskih kuponov. Investicijski kupon vzajemnega sklada je vrednostni papir, na katerem je zapisano število enot premoženja vzajemnega sklada, katerih lastnik je lastnik investicijskega kupona. Kupon se lahko glasi na eno samo enoto premoženja, vendar to ni v navadi, vsekakor pa je njegova velikost odvisna od velikosti posameznih enot premoženja vzajemnega sklada. Vlaganje sredstev v vzajemni sklad pravzaprav pomeni nakup točk vzajemnega sklada oziroma investicijskih kuponov. Velikost vzajemnega sklada ob ustanovitvi ni določena, saj so vplačila možna kadarkoli, enako velja za izplačila, saj lahko imetnik investicijskih kuponov od upravljavca vzajemnega sklada kadarkoli zahteva izplačilo svojega vloženega denarja. Zaradi te značilnosti vzajemnemu skladu rečemo tudi odprti sklad. Točka je enota premoženja vzajemnega sklada, ki je določena kot razmerje med skupno vrednostjo vloženih sredstev in številom enot sklada v obtoku, njena vrednost pa je odvisna od vplačil ali izplačil v ali iz sklada in se po obdobjih spreminja.

Zaradi spremembe zakonodaje se morajo vzajemni skladi, ki se še niso uskladili z novim ZISDU-1, imenovati posebni vzajemni sklad, ko pa bodo poslovanje, naložbe in prospekt usklajeni z določbami novega ZISDU-1, pa bo oznaka »posebni« iz poimenovanja umaknjena.

Odprti skladi in so za investitorje zelo zanimivi. Omogočajo jim veliko likvidnost vloženih sredstev in diverzifikacijo tveganja med različne vrednostne papirje, kar je za manjše investitorje nedostopno, ker je predrago. Če bi mali investitorji želeli sami bdeti nad svojim portfeljem, spremljati stanje na kapitalskem trgu in v skladu s spremembami na trgu vrednostnih papirjev svoje naložbe ustrezno spreminjati, bi za to potrebovali mnoga znanja in veliko časa (Pinterič, 2002c, str.65).

Vrednost sredstev odprtega sklada se dnevno spreminja. Če je prodaj enot vzajemnega sklada več kot je bilo odkupov ima sklad na voljo dodatna sredstva za investiranje v vrednostne papirje, če pa je odkupov več kot prodaj, mora sklad za poplačilo lastnikov investicijskih kuponov nekaj vrednostnih papirjev iz svoje aktive prodati, s čimer se zmanjša skupna vrednost sredstev.

Cena točke investicijskega sklada se izračunava dnevno, vsak konec poslovnega dne in pomeni tisto ceno po kateri lahko lastnik investicijskih kuponov proda svoje enote nazaj skladu ter hkrati ceno, po kateri lahko sklad svoj enote proda novim investitorjem. Razlika med cenama je posledica vstopnih provizij. Pri prvem nakupu enot vzajemnega sklada ali pri prodaji, družba za upravljanje zaračunava vstopno in izstopno provizijo, letno pa si obračunava še upravljavsko provizijo. Po starem zakonu je bila višina teh provizij omejena in je za vstopne in izstopne provizije veljalo, da njun seštevek ne sme presegati 3 % vrednosti naložbe, upravljavska provizija pa je bila omejena na 2% vrednosti celotnih sredstev. Z novo zakonodajo (ZISDU-1) se področje višine provizij sprosti.

Da lahko skladi svojim investitorjem zagotavljajo likvidnost morajo imeti v vsakem trenutku možnost izračunati neto vrednost svoje aktive, to pa je neposredno povezano s poznavanjem tečajev vrednostnih papirjev, ki to aktivo sestavljajo. To pomeni, da morajo vrednostni papirji kotirati na borzi in da mora biti njihov tečaj vsak trenutek znan. Skladi dnevno objavljajo vrednosti enote svojega premoženja v časopisju in na nekaterih spletnih straneh, ki so kot vir služili tudi meni pri pisanju tega diplomskega dela in jih najdete na koncu diplomskega dela, med seznamom virov.

I.II.III.I. Vrste skladov

Daleč najbolj razširjena razdelitev skladov je delitev na podlagi vrednostnih papirjev, ki so v premoženju sklada. Tako ločimo sklade delnic, ali lastniške sklade, sklade obveznic ali dolžniške sklade in sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev.

Želje posameznih investitorjev so zelo različne, seveda vsi pričakujejo ustrezno višino donosa, vendar pa so razlogi, zakaj se investitorji odločajo za vlaganje v vzajemne sklade in nameni, ki jih želijo doseči, zelo različni. Med najbolj tipične razloge za odločitev investiranja v vzajemne sklade viri navajajo željo po akumulaciji bogastva, hranjenje vrednosti ali pa doseganje velikih donosov. Prav zaradi takšnih razlik in želje po zadovoljitvi potreb različnih vlagateljev, nastajajo skladi z različnimi cilji in nameni, ki so opredeljeni že ob ustanovitvi sklada, od njih pa je odvisna tudi struktura vrednostnih papirjev, v katere sklad investira, oziroma jih ima v svoji aktivi (Freedman, 1993, str. 25).

Glede na namen ločimo sklade rasti, sklade rasti in dohodka, ravnotežja, sklade brez obdavčenj in podobno.

Medtem ko tuji kapitalski trgi, kot na primer ameriški in evropski, ponujajo možnosti varčevanja v najrazličnejših vrstah vzajemnih skladov, kot so skladi rasti, panožni skladi, indeksni skladi, v Sloveniji takšnih vrst ne poznamo drugače kot v literaturi.

Slovenski trg trenutno ponuja le delniške, obvezniške sklade in mešane sklade (kombinacija delniških in obvezniških), kjer ne moremo določiti katere naložbe prevladujejo, oziroma so naložbe v obe vrsti vrednostnih papirjev približno enaki. V Sloveniji prevladujejo predvsem mešani vzajemni skladi. V letu 2003 je od skupaj 18 delujočih vzajemnih skladov le en delniški in dva izrecno obvezniška, ostali pa bolj ali manj mešani. Natančno razdelitev prikazuje spodnja tabela:

Tabela 1: Tipi vzajemnih skladov v Sloveniji v letu 2003

	IME VZAJEMNEGA SKLADA	UPRAVLJAVEC VZAJEMNEGA SKLADA	TIP SKLADA
1	Polžek	Abančna DZU	pretežno obvezniški
2	Zajček	Abančna DZU	pretežno delniški
3	Sova	Abančna DZU	obvezniški
4	Vipek	Abančna DZU *	pretežno delniški
5	Hrast	KBM Infond	pretežno delniški
6	SPD	KBM Infond	pretežno delniški
7	Delniški	KBM Infond	pretežno obvezniški
8	Galileo	KD Investments	pretežno delniški
9	KD Bond	KD Investments	obvezniški
10	Rastko	KD Investments	pretežno delniški
11	Skala	Krekova družba	pretežno delniški
12	LBM Piramida	LB Maksima	pretežno obvezniški
13	Pika	Primorski skladi	pretežno obvezniški
14	Živa	Primorski skladi	delniški
15	Alfa	Probanka DZU	uravnovežen
16	Modra kombinacija	Ilirika DZU	pretežno delniški
17	Renta	Triglav DU	uravnovežen
18	Vizija	Vizija DZU	pretežno obvezniški

Vir: Prikaz strukture naložb posameznih vzajemnih skladov (IS/M-1), 2003. ¹

S sprejetjem nove zakonodaje in s prilagoditvijo evropskemu kapitalskemu trgu pa bodo tudi slovenskim varčevalcem na voljo tudi omenjene druge vrste vzajemnih skladov.

¹ Vzajemni sklad Vipek je 6. 5. 2003 v upravljanje prevzela Abančna DZU d.o.o. od Avip DZU d.o.o.

I.II.III Investicijske družbe

Poleg odprtih vzajemnih skladov, ki vlagateljem ponujajo zelo likvidne možnosti naložb, poznamo tudi zaprte investicijske sklade. Za te uporabljamo tudi ime investicijske družbe ali krajše ID. Značilnost teh je, da je njihova velikost določena že ob ustanovitvi in je fiksna. Njihovo delovanje lahko primerjamo z delovanjem redne delniške družbe. Zaprti vzajemni skladi svojih delnic oziroma investicijskih kuponov ne odkupujejo, prav tako z njimi ne trgujejo sami, temveč to poteka na sekundarnem trgu kapitala, kjer posle opravljajo borzne hiše in borzni posredniki (Fabozzi, Modigliani, Franco, 1998, str.141). Prav tako kot vrednost premoženja odprtega sklada, se tudi premoženje zaprtega spreminja dnevno. Spreminja se s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v aktivih in je odvisno od ponudbe in povpraševanja na sekundarnem trgu kapitala. Ena bistvenih razlik med odprtim in zaprtim investicijskim skladom je ta, da delnic zaprtega sklada ni mogoče kupiti kadarkoli, ampak le ob prvi javni prodaji delnic sklada, to je ob njegovi ustanovitvi, ali kasneje na sekundarnem trgu, če obstaja investitor, ki jih želi prodati. Ker gre za javno ponudbo, so vrednostni papirji investicijske družbe imenski, prosto prenosljivi in v nematerializirani obliki, trgovanje z njimi pa poteka na sekundarnem trgu kapitala, kjer se na podlagi ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih določene družbe določa tudi njihova cena.

Za to vrsto investicijske družbe se uporabljajo določbe iz Zakona o gospodarskih družbah, in sicer tiste, ki se nanašajo na delniško družbo. Edina dovoljena dejavnost investicijske družbe je nalaganje premoženja v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelu razpršitve tveganj. Ustanovitelj investicijske družbe je družba za upravljanje. Med njima je sklenjena pogodba o upravljanju. Družba za upravljanje javno objavi poziv za vpis in vplačilo delnic in sprejme statut. Pred začetkom vpisa in vplačila delnic investicijske družbe mora družba za upravljanje pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev, ki ga Agencija izda na podlagi predložene dokumentacije, iz katere je razvidna kadrovska, tehnična, organizacijska in kapitalska ustreznost družbe. Ustanovitev takšne vrste delniške družbe mora biti postopna.

Upravitelji zaprtih skladov se srečujejo z manjšim pritiskom, kot upravitelji odprtih skladov, saj se jim zaradi načina trgovanja z delnicami sklada ni potrebno vsak dan ukvarjati s problemom nenadnega velikega zmanjšanja števila delničarjev, kar bi se zgodilo, če bi se na primer večje število imetnikov investicijskih kuponov naenkrat odločilo za prodajo, prav tako je njihov portfelj bolj stalen, saj do presežkov ali primanjkljajev med prodajami in odkupi ne prihaja dnevno. Mnogokrat so ugotovljeni boljši rezultati zaprtih skladov v primerjavi z odprtimi posledica večje stalnosti portfelja ter več časa namenjenega analizam gibanja vrednosti vrednostnih papirjev (Lubej, 2002, str. 32).

V tujini zaprtih investicijskih družb skorajda ne poznajo, znane so le kot na primer portfelj vlagateljev, ki natančno pozna svoje cilje, na primer bogate družine, ki imajo svojega privatnega upravljavca premoženja. Ker razpolagajo s fiksnim kapitalom, niso namenjene širši javnosti.

Vzajemni skladi imajo pred investicijskimi družbami prednost, saj imajo neposreden nadzor nad upravljavcem sklada, sicer ne z glasovanjem na skupščini, kot velja za investicijske družbe, temveč imajo možnost, da v primeru nezadovoljstva s poslovanjem upravljavca svoje enote sklada oziroma investicijske kupone prodajo in skladu zmanjšajo obseg sredstev, kar se zrcali v manjših prihodkih sklada (Pinterič, 2002, str. 54).

Pri investicijski družbi se ob prodaji delnic družbe ne spremeni kapital oziroma njegov obseg, temveč le sestava vlagateljev, kar ima manjši vpliv na upravljavca, ker je razpršenost delničarjev pri investicijski družbi razmeroma velika.

Naj omenim še eno značilnost, ki naložbe v delnice investicijskih družb loči od naložb v vzajemne sklade. Vsi podatki o lastništvu nematerializiranih vrednostnih papirjev so v Sloveniji evidentirani pri Klirinško - depotni družbi, od katere je možno kupiti delniško knjigo podjetja, iz katere je razvidna natančna struktura lastnikov delnic in njihovi osebni podatki. Investicijski kuponi vzajemnih skladov in podatki o njihovih lastnikih niso vodeni pri Klirinško - depotni družbi in se njihovega seznama ne da kupiti. Družbe za upravljanje, ki vodijo evidenco imetnikov investicijskih kuponov investicijskih skladov, te informacije skrbno varujejo in jih posredujejo le na izrecno zahtevo tistih pooblaščenih uradnih organov, ki imajo za to zakonsko podlago, na primer odredbo sodišča. Osebni podatki so varovani v skladu za veljavno zakonodajo, poleg tega ne obstaja centralno mesto, kjer bi bili zbrani podatki vseh slovenskih družb za upravljanje, niti na Združenju družb za upravljanje takšne podatkovne baze nimajo. Za vzajemne sklade torej glede varovanja osebnih podatkov velja stroga ureditev, tako kot za banke.

I.II.IV Družbe za upravljanje

Družbe za upravljanje so bile ustanovljene v skladu s starim ZISDU, ki je bil sprejet leta 1994. Ustanovljene so lahko kot delniške družbe ali družbe z omejeno odgovornostjo, opravljati pa ne smejo nobene druge dejavnosti razen storitev upravljanja investicijskih skladov. Investicijski sklad namreč ni pravna oseba in na kapitalskem trgu ne more delovati kot samostojen ekonomski subjekt, zato ga upravlja družba za upravljanje.

Družba za upravljanje mora o poslovanju investicijskih skladov obveščati javnost. Ob javni prodaji investicijskih kuponov vzajemnega sklada izda prospekt, dnevno mora investitorjem dati na voljo informacije o vrednosti enote premoženja (VEP) ter izdelati letno in polletno poročilo o poslovanju investicijskih skladov, ki jih upravlja.

V upravljanje lahko družba za upravljanje prevzame enega ali več vzajemnih skladov, ne glede na njihovo število, pa mora ločeno prikazovati sredstva, obveznosti do virov sredstev ter prihodke in odhodke za vsakega od njih posebej, prav tako ločeno tudi za poslovanje same družbe za upravljanje.

Družbo vodi najmanj dvočlanska uprava. Vsi člani uprave morajo za opravljanje tega dela pridobiti ustrezno dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Zakon zahteva, da mora član uprave družbe za upravljanje imeti ustrezna znanja in izkušnje na področju upravljanja finančnih naložb, praktična znanja pri vodenju poslov, čisto policijsko kartoteko ter opravljen strokovni izpit znanj potrebnih za opravljanje funkcije člana uprave družbe za upravljanje pri Agenciji za trg vrednostnih papirjev.

Glede povezanosti družbe za upravljanje z drugimi ekonomskimi subjekti na trgu, Zakon predpisuje, da družba za upravljanje ne sme biti lastnica investicijskega kupona investicijskega sklada, ki ga upravlja, ne sme biti lastnica deležev v drugih družbah za upravljanje ali v banki, ki zanjo po pogodbi opravlja nekatere posle v zvezi z denarnim poslovanjem investicijskega sklada. Pogodbo o opravljanju storitev hrambe vrednostnih papirjev ima družba za upravljanje sklenjeno s klirinško depotno družbo.

II. STANJE NA TRGU VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Trg vzajemnih skladov je v Sloveniji relativno mlad in še razmeroma slabo razvit, kar je posledica slabega poznavanja njegovih prednosti, pomanjkljive zakonske ureditve in počasnega razvoja tega področja v času slovenske privatizacije.

II.I. ZNAČILNOSTI TRGA V SLOVENIJI

V primerjavi s svetovnimi trendi ugotavljam, da imajo vzajemni skladi v Sloveniji še vedno relativno majhen tržni delež na trgu varčevalnih in naložbenih instrumentov. Razlog za to verjetno tiči v slabem poznavanju te, za slovenski trg res nekoliko nove oblike varčevanja, pa tudi v še vedno živem spominu na nekatere slabe izkušnje pri vlaganju v podobne naložbe, ki so v Sloveniji pred leti povzročile več škandalov,

opeharjeni varčevalci izginulega denarja verjetno ne bodo nikoli več videli, krivci pa še do danes niso sedli na zatožno klopo in niso bili deležni ustrezne kazni. Eden od razlogov za nepopularnost naložb v vzajemne sklade pa je verjetno tudi ta, da je način privatizacije in nastanek pooblaščenih investicijskih družb pri naložbah dajal prednost investicijskim družbam pred vzajemnimi skladi. Tako vzajemni skladi v Sloveniji praznujejo šele dobro desetletnico obstoja (Kodrič, 2002, str. 32).

II.I.I Zakonska urejenost

Tako kot v večini držav vzhodne Evrope so pravno regulativo investicijski skladi doživeli z začetkom privatizacije. Bili so namreč uzakonjeni kot subjekt privatizacije z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij, leta 1992. Pogoje njihove ustanovitve in delovanja pa je uredil šele Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) leta 1994. Ta zakon je prvič prebudil razmeroma leno dogajanje na takrat še zelo mladem in zelo majhnem slovenskem kapitalskem trgu in povzročil nastanek več vzajemnih skladov. Pri tem pa je treba poudariti, da je število vzajemnih skladov sicer naraščalo, vrednost sredstev akumuliranih v njih pa je med leti 1994 in 1998 ostajala na precej podobni ravni, večji skok pa je bilo zaznati v letu 1999. V zadnjih letih pa se v Sloveniji vztrajno večja tudi vrednost sredstev v vzajemnih skladih, ta trend pa bo z vstopanjem na evropski trg in z novim zakonom (ZISDU-1) še močnejši.

II.I.II Razvoj

Pred dobrimi desetimi leti je bil v Sloveniji ustanovljen prvi vzajemni sklad Galileo. Danes ga upravlja največja slovenska družba za upravljanje KD Investments. Najstarejši slovenski vzajemni sklad je tudi največji in najdonosnejši, saj upravlja z nekaj več kot 7 milijardami tolarjev premoženja, njegovi donosi pa danes dosegajo tudi 60 % letno. Dobri uspehi vzajemnega sklada Galileo tudi v tujini niso ostali neopaženi, saj je bil letos posebni vzajemni sklad Galileo v Wall Street Journalu že petič zapored imenovan kot najdonosnejši sklad med primerljivimi investicijskimi skladi v svetovnem merilu, katerih naložbena politika je usmerjena v lastniške in dolžniške vrednostne papirje in instrumente denarnega trga (UCITS skladi). Lestvico investicijskih skladov objavlja družba Lipper, to je ameriška družba za ocenjevanje in analiziranje poslovanja ter donosnosti odprtih investicijskih skladov.

II.I.III Prednosti varčevanja v vzajemnih skladih

Varčevanje v vzajemnih skladih je pregledno. Na podlagi dnevno javno objavljenih vrednosti enote premoženja lahko varčevalci vsak trenutek izračunajo kakšna je vrednost njihovega premoženja, tako da število kupljenih točk sklada oziroma enot premoženja pomnožijo z dnevno vrednostjo točke.

Profesionalno upravljanje portfelja je varčevalcu na voljo v zameno za plačilo upravljaljske provizije. Iz te provizije je moral upravljavec pokriti vse stroške, ki jih je imel s skladom, torej stroške borznega posredovanja, stroške storitev Klirinško - depotne družbe in še nekatere druge stroške, po novi zakonodaji pa bo lahko večino teh stroškov prevail na sklad.

Vzajemni sklad je naložba, primerna vlogam tako fizičnih kot pravnih oseb, saj ne določa minimalnih vstopnih zneskov, ki bi marsikaterega malega investitorja odvrnili od vloge. Velikost naložbe oziroma vložka si vsak varčevalec izbere sam, seveda pa ni možna naložba v manj kot eno enoto premoženja.

Zaradi naložbenih značilnosti vzajemnega sklada je varčevanje v njih zelo varno in sicer za radi več razlogov:

Prvič, poslovanje vzajemnih skladov in družb za upravljanje je strogo nadzorovano in regulirano.

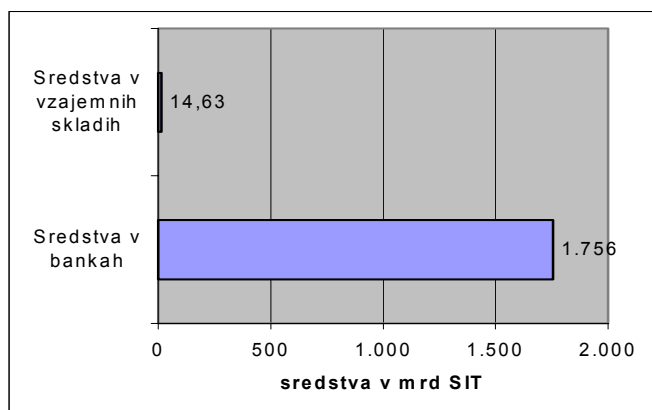
Drugič, vzajemni sklad vlaga svoje premoženje v različne vrednostne papirje, v različnih obsegih, odvisno za kakšen tip sklada gre. Če bi varčevalec imel v lasti 100 delnic nekega podjetja, ki bi propadlo, bi ta varčevalec ostal brez vsega premoženja. Ob naložbi v vzajemni sklad, bi zaradi učinka diverzifikacije propad istega podjetja povzročil le manjšo izgubo, v višini deleža, v katerem so bile delnice podjetja vključene v portfelj vzajemnega sklada.

In tretji razlog je razpršenost naložb, ki zagotavlja tudi manjši vpliv dnevnega tržnega nihanja cen posameznih vrednostnih papirjev na vrednost točke sklada. Takšna oblika varčevanja je varna tudi zaradi dejstva, da vzajemni sklad ni pravna oseba in ne more propasti, propade lahko le družba za upravljanje, ki sklad upravlja, pa tudi v tem primeru zakon ponuja možnost prenosa na drugo družbo za upravljanje. Ena mnogih prednosti, ki jih ponuja varčevanje v vzajemnih skladih je tudi likvidnost naložb.

II.II.RAZLOGI ZA MAJHNOST SLOVENSKEGA TRGA VZAJEMNIH SKLADOV

Kljub zavidljivo visokim donosom nekaterih skladov in mednarodnemu priznanju pa slovenski varčevalci še vedno ne zaupajo dovolj v vzajemne sklade, saj se prihranki še vedno v veliki večini akumulirajo v vlogah velikih institucij, z dolgoletno tradicijo, kot so na primer banke in zavarovalnice. O tem pričajo spodnji podatki o vrednosti in deležu vlog v vzajemne sklade in ostale varčevalne institucije.

Slika 2: Vloge v vzajemnih skladih in bankah v Sloveniji, v milijardah SIT, na dan 31.12.2001



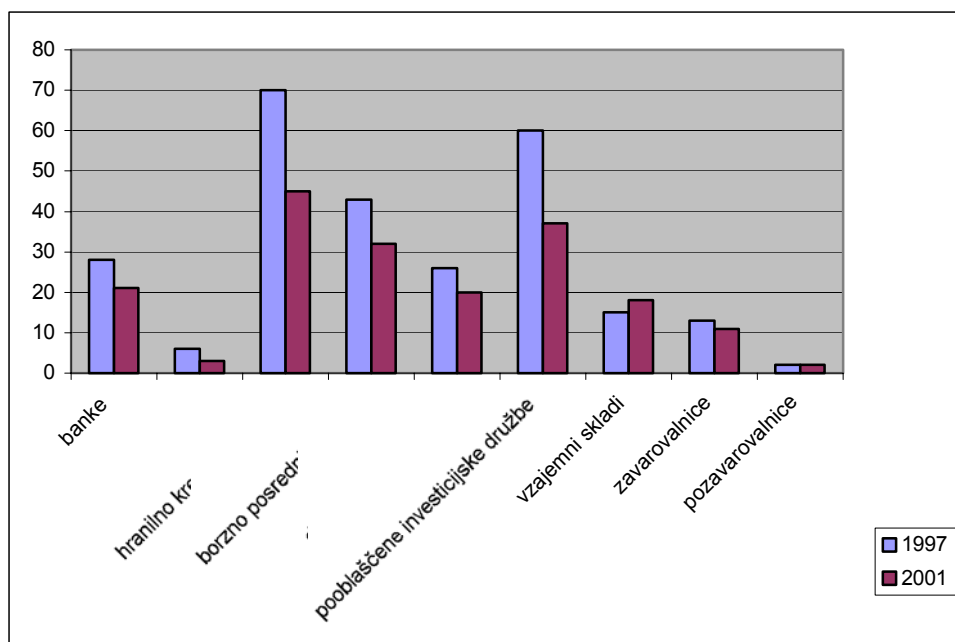
Vir: Vloge v vzajemnih skladih in bankah, 2003.

II.II.I Skromna ponudba

Razlog za skromnejša vlaganja v vzajemne sklade je nedvomno tudi razmeroma skromna ponudba vzajemnih skladov v Sloveniji, kar pa se bo s sprostitvijo trga kapitala, ki bo sledil vstopu Slovenije v Evropsko Unijo, spremenilo. Nove naložbene možnosti in zakonodaja, ki je do sedaj na omenjene naložbe delovala oviralno, bo zdaj spodbudila naložbe v vzajemne sklade.

Dejstvo, da je v Sloveniji ponudba na področju vzajemnih skladov relativno majhna, potrjujejo podatki, prikazani v spodnji tabeli, iz katere je razvidno, da je število bank, in hranilno kreditnih družb mnogo večje kot število vzajemnih skladov. Ta velika številka govori tudi o tem, da je varčevanje v Sloveniji še vedno koncentrirano na banke in druge hranilno kreditne družbe. Res pa je, da je mogoče iz podatkov izluščiti dejstvo, da je v zadnjih nekaj letih prišlo do povečanja števila vzajemnih skladov, ter hkrati do zmanjšanja števila hranilno kreditnih družb, kar napoveduje boljše čase za vzajemne sklade (Pinterič, 2002d, str.19)..

Slika 3: Število finančnih institucij v Sloveniji



Vir: Število finančnih institucij, 2003.²

II.II.II Provizije

Dejstvo, ki že tako nejeverne varčevalce še bolj odvrča od varčevanja v vzajemnih skladih so vstopne in izstopne ter upravljalne provizije, ki se ji varčevalci raje izognejo, ter varčujejo tam, kjer tovrstnih provizij ni, četudi bi bil donos, kljub odšteti proviziji mnogo višji kot v bankah. Varčevalci so namreč navajeni, da jih nič ne stane, če prinesejo svoje prihranke v banko (Pinterič, 2002d, str. 54).

II.II.IV Davčna zakonodaja

Pri ugotavljanju razlogov za razmeroma majhne naložbe v vzajemne sklade v Sloveniji je potrebno omeniti še obstoječo slovensko davčno zakonodajo, ki nikakor ni spodbudna za varčevalce. Predvideva namreč precej visoko obdavčenje vseh kapitalskih dobičkov, kamor spada tudi dobiček od naložbe v vzajemne sklade, ki so nastali s transakcijo na kapitalnem trgu ob prodaji in nakupu kakršnih koli vrednostnih papirjev, kjer je med nakupom in prodajo preteklo manj kot tri leta. Investitorji oziroma varčevalci v vzajemnih skladih, ki večinoma spadajo v srednji sloj, ki nima zelo visokih presežkov sredstev v gospodinjstvu in si želi vsaj razumnega donosa za svoja privarčevana sredstva, zato svoje prihranke še vedno zelo pogosto vlagajo banke, kjer donosi niso obdavčeni.

² Opomba: podatki o številu borzno posredniških družb vsebujejo tudi 11 bank, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji.

Glede na to, da se povprečni zagotovljeni donos bančnih vlog giblje med 3 in 5 % nominalno na leto³, povprečni donos vlog v vzajemne sklade pa dosega 8 – 15 %⁴, bi kljub 30 % obdavčenju kapitalских dobičkov ob prodaji prej kot v 3 letih pri varčevanju v skladu dosegli višji donos kot pri bančni vlogi. Kljub temu se varčevalci še vedno raje odločajo za banke.

Prodaja investicijskih kuponov vzajemnih skladov je v Sloveniji obdavčena, tako kot prodaja drugih vrednostnih papirjev, če je med nakupom in prodajo vrednostnih papirjev minilo manj kot tri leta, pa vendar obstaja pomembna razlika. Vzajemni skladi niso pravna oseba, temveč jih na vseh področjih zastopa družba, ki jih upravlja. Zaradi tega vzajemni sklad od svojega dobička ni zavezan plačevati davka. Skladi so edini iz množice borznih igralcev, ki lahko trgujejo brez skrbi, kako jim bodo kapitalski dobički obremenili bilanco. Po tem se slovenski tudi vzajemni skladi razlikujejo od tujih. V Sloveniji so davki zelo nizki, s tem pa lahko privabljajo tujce, to pa je lahko v rokah vestnega in aktivnega upravljavca močno orodje za doseganje nadpovprečno visokih dobičkov (Lubej, 2002, str. 32).

V zadnjih desetih letih je bilo storjenega že marsikaj za povečanje števila vlagateljev v vzajemne sklade in izboljšanje njihove obveščenosti, kar je počasi že možno opaziti v analitičnih podatkih slovenskega trga finančnih instrumentov in visokih donosnostih nekaterih slovenskih vzajemnih skladov.

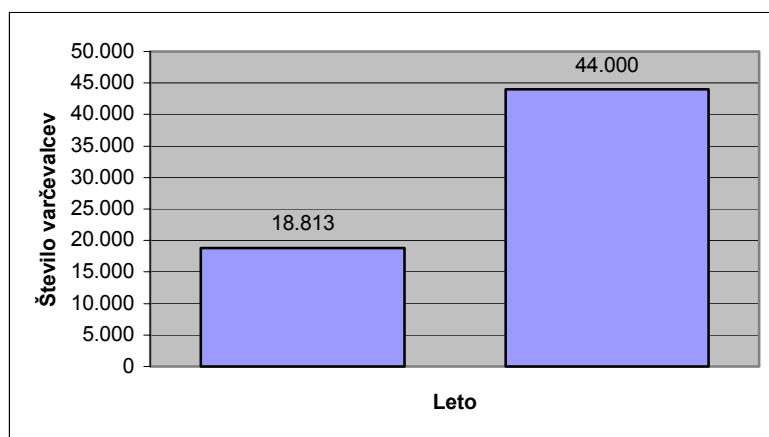
Za ilustracijo stanja na slovenskem trgu vzajemnih skladov si pogledajmo nekaj podatkov, ki pričajo o tem, da skladi počasi pridobivajo zaupanje varčevalcev in da naložbe te vrste postajajo zanimive za vedno širši krog ljudi.

V Sloveniji je v letu 2002 delovalo 18 vzajemnih skladov, ki trenutno, do uskladitve z novo zakonodajo nosijo ime posebni vzajemni skladi, v teh skladih pa je varčevalo 44.000 vlagateljev. Število varčevalcev se je v enem letu več kot podvojilo, saj je konec leta 2001 v vzajemnih skladih varčevalo le 18.813 vlagateljev.

³ Podatki Nove ljubljanske banke d.d. za tolaške depozite

⁴ Podatki iz mesečnih poročil o poslovanju vzajemnih skladov, ki jih zbira Agencija za trg vrednostnih papirjev

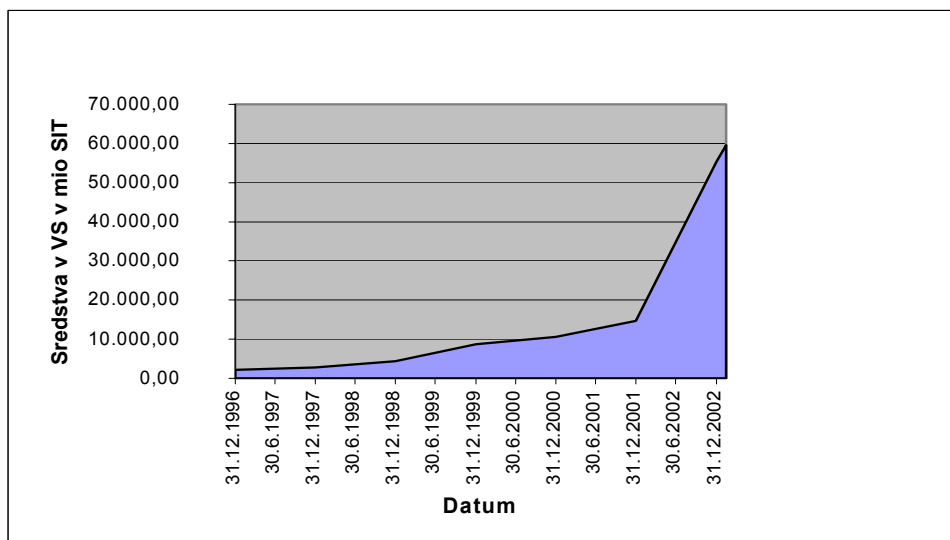
Slika 4: Število vlagateljev v vzajemnih skladih v Sloveniji v letu 2001 in 2002



Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003.

Skupna čista vrednost sredstev v vzajemnih skladih se je od konca leta 2001 povečala za skoraj štirikrat, od 14.629 milijonov SIT konec leta 2001 na 55.375 milijonov SIT konec leta 2002 (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003).

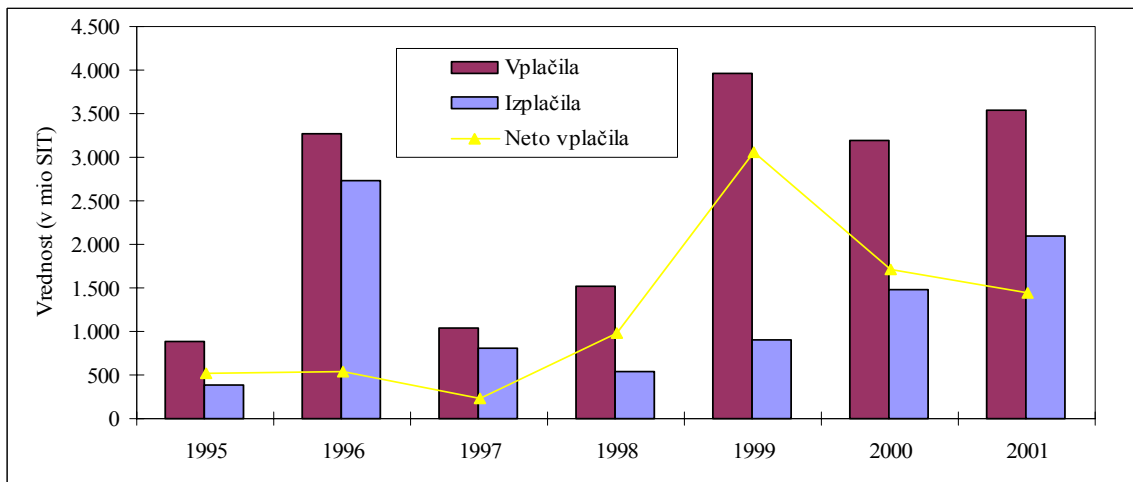
Slika 5: Čista vrednost sredstev v vzajemnih skladih konec leta 1999, 2000, 2001, 2002, v mio SIT



Vir: Gibanje količine sredstev v slovenskih vzajemnih skladih v mio SIT, 2003.

Zanimiv je podatek o letnem obsegu vplačil in izplačil v vzajemne sklade. Spodnja slika prikazuje, da so vplačila dosegla najvišjo vrednost v zadnjih sedmih letih, v letu 1999, vrednost vplačil pa se neprestano večja že od leta 1997, kar kaže, da se zaupanje ljudi v naložbe v vzajemne sklade večja iz leta v leto. O povečanju obsega prihrankov v vzajemnih skladih govori tudi podatek, da se je vrednost premoženja v upravljanju vzajemnih skladov od 2,82 milijarde konec leta 1997 povzpela na 14,63 milijarde tolarjev konec leta 2001.

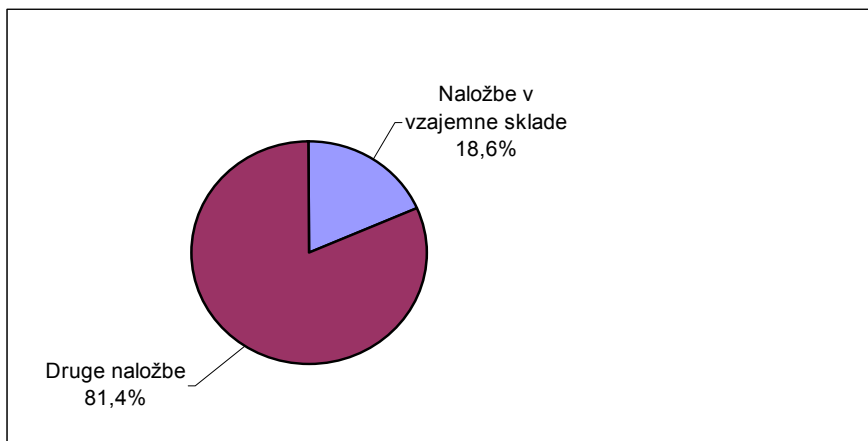
Slika 6 : Letni obseg vplačil in izplačil v vzajemne sklade v obdobju 1995-2001



Vir: Letno poročilo Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2001.

Konec decembra 2002 je bilo na slovenskem kapitalskem trgu zbranih 356 milijard SIT. V Sloveniji lahko to razdelimo na 55 milijard SIT, vloženih v vzajemne sklade (18,6%), in ostalih 81,4%, ki zajemajo druge naložbe.

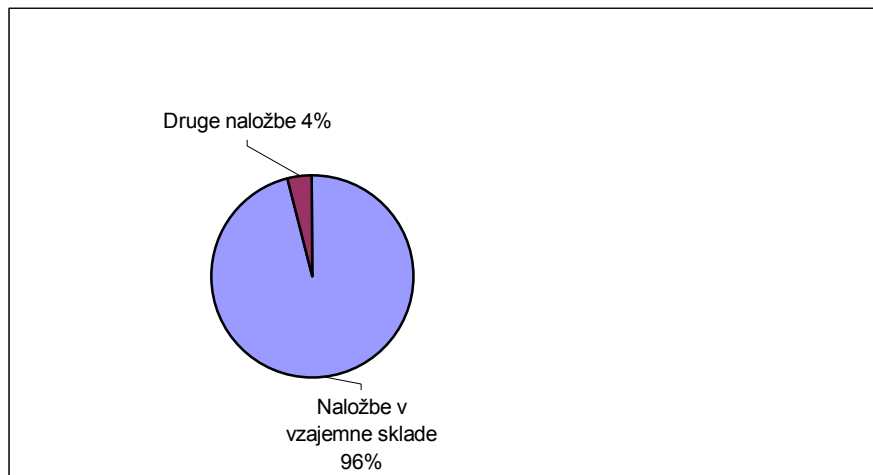
Slika 7: Razdelitev naložb v Sloveniji konec leta 2002



Vir: Prikaz strukture naložb v vzajemne sklade, 2003.

V svetu je ta slika tako rekoč obrnjena, saj je kar 96% vseh sredstev v investicijskih skladih koncentriranih v vzajemnih skladih.

Slika 8: Razdelitev naložb v letu 2002 na svetovnih trgih

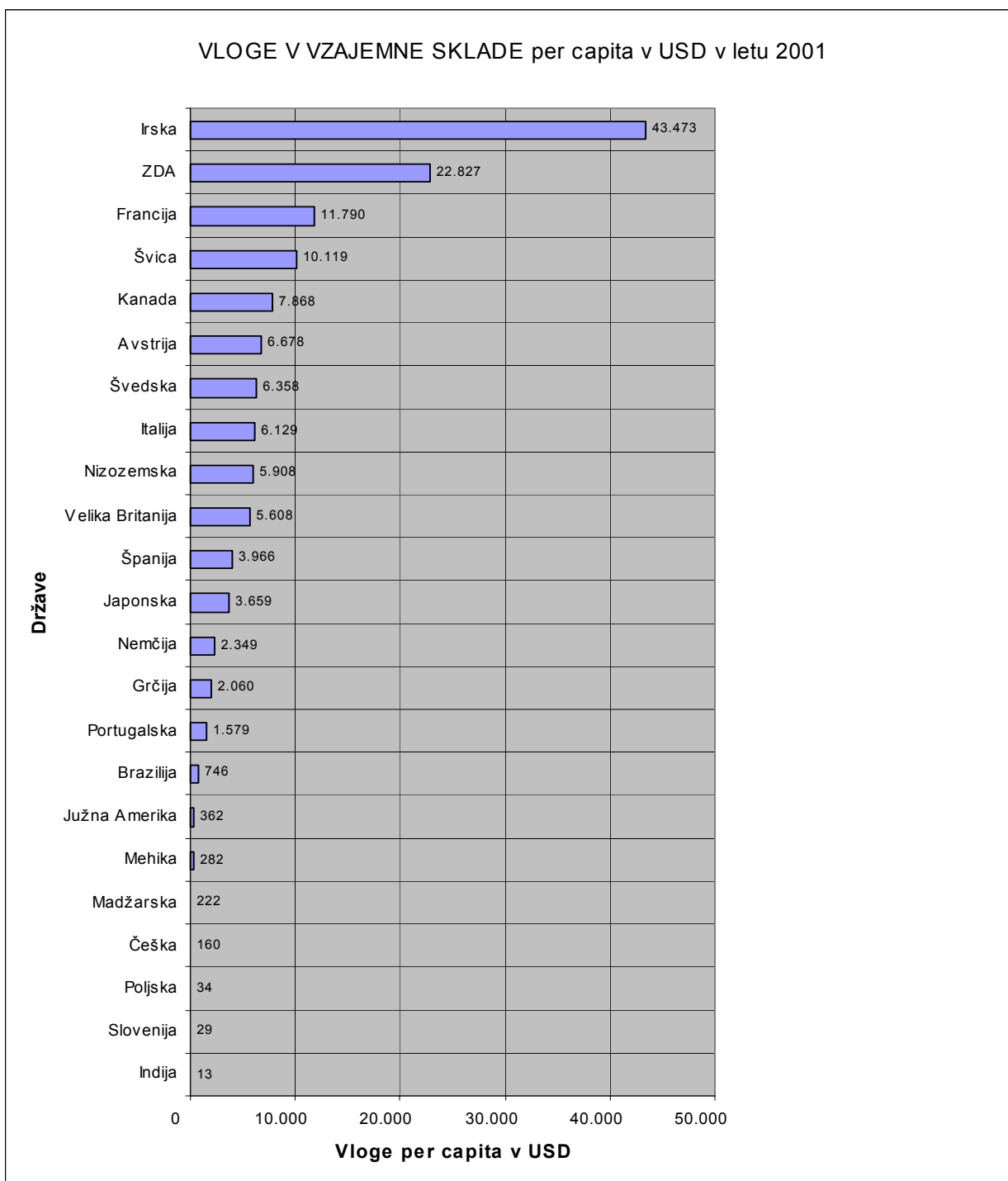


Vir: The structure of investments, 2003

Glede na značilnosti trga vzajemnih skladov v svetu omenjene številke Slovenijo uvrščajo na sam rep svetovne lestvice, res pa je, da je v zadnjih dveh letih mogoče opaziti spodbuden trend razcveta trga vzajemnih skladov in drugih delov kapitalskega trga.

Glede na podatke o bruto družbenem proizvodu za leto 2001, se Slovenija z 29 vloženimi dolarji na prebivalca uvršča tik pred Indijo, ki je na tej lestvici s 13 \$ na prebivalca zadnja, prehitela pa so jo vse vzhodno evropske tranzicijske države, kot so Poljska, Češka in Madžarska. V omenjenih treh državah je prišlo do povečanja števila vzajemnih skladov predvsem zaradi zakonodaje, ki je predpisala obvezno preoblikovanje PID v vzajemne sklade do konca leta 2000. Prva tri mesta lestvice so zasedle Irska, Združene države Amerike in Francija. Natančne podatke prikazuje spodnja slika. (Glej Sliko 9)

Slika 9: Vloge v VS per capita v USD v letu 2001 po posameznih izbranih državah



Vir: Vloge v vzajemne sklade per capita v USD v letu 2001, 2002

Razburljivo dogajanje na trgu vzajemnih skladov in drugih delih finančnega trga je verjetno možno pripisati aktivnim pripravam na vključevanje v Evropsko Unijo. Slovenski kapitalni trg počasi le postaja bolj razpoznaven, povečuje se mu konkurenčnost, kar je nujno za uspešno konkuriranje tujim ponudnikom, ter postaja

vedno bolj zanimiv za male domače vlagatelje, ki počasi začenjajo zaupati v tovrstne naložbe, z odprtjem na evropski trg in spremembo zakonodaje pa se jim odpirajo mnoge nove možnosti naložb v nekatere nove vrste skladov, ki jih do sedaj pri nas nismo poznali, prav tako postajajo dobra varčevalna alternativa tudi pri povprečnih Slovencih, ne le pri premožnejših ali ekonomsko bolje razgledanih.

III. NOVOSTI IN SPREMEMBE, KI JIH PRINAŠA NOVI ZAKON O INVESTICIJSKIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-1)

Novi ZISDU-1 prinaša mnoge spremembe na področju upravljanja investicijskih skladov, kot so nove možnosti naložb, tuja konkurenca, skrbniki premoženja. Vsako od omenjenih področij je precej obsežno, zato se bom omejila le na nekatere najbolj pomembne med njimi.

III.I SKRBNIKI PREMOŽENJA

Glede na podatke Agencije za trg vrednostnih papirjev je po uveljavitvi novega zakona mogoče opaziti vse večje zanimanje za ustanavljanje novih družb za upravljanje in investicijskih skladov, pa tudi tuji upravljavci so že pokazali zanimanje za pogoje, pod katerimi bi lahko v Sloveniji tržili svoje sklade in prodajali investicijske kupone.

Novost, ki jo prinaša ZISDU-1 so skrbniki premoženja, skrbniške banke oziroma finančne institucije, ki bodo opravljale skrbniške storitve. To so lahko banke ali druge finančne institucije, katerih poslovanje ureja Zakon o trgu vrednostnih papirjev in ki bodo dobile soglasje Agencije za trg vrednostnih papirjev in dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških storitev.

Skrbniki bodo zadolženi oziroma odgovorni za zagotavljanje korektnosti poslovanja in izpolnjevanje zakonskih obveznosti pri upravljanju investicijskih skladov, družbe za upravljanje ali pokojninske družbe.

Glede vstopanja tujih upravljavcev skladov, s tem imam v mislih upravljavce iz držav, ki niso članice Evropske Unije, slovenski strokovnjaki pravijo, da jih od vstopa na slovenski trg kapitala odvrčata predvsem dve značilnosti – njegova majhnost ter zakonodaja, ki zahteva odprtje podružnice, kar pomeni za upravljavca precej velik strošek in vprašanje je, če bi se jim v tem primeru vstopiti na majhen trg, kot je slovenski, sploh še splačalo.

Upravljalci že delujočih skladov imajo po zakonu 2 leti časa, da si izberejo skrbniško banko. Izbirali si jo bodo lahko med domačimi ponudniki, če teh ne bo oziroma ne bodo zadostili željam upravljavcev, se bodo obrnili na tuje. Kot ponudnike skrbniških storitev si vodilne slovenske družbe za upravljanje predstavljajo predvsem slovenske banke s tujimi strateškimi partnerji, ki že imajo izkušnje s takšnimi storitvami, in jih v tujini že ponujajo. Ti bi s svojim znanjem pripomogli k večji konkurenčnosti storitev. Takšnih bank je v Sloveniji vedno več, pravzaprav imajo skoraj vse večje slovenske banke v precejšnji meri vključen tuji kapital. (NLB – KBC banka - Belgija, Banka Koper – San Paolo IMI- Italija, SKB – Société Générale – Francija, Krekova banka – Raiffeisen banka).

Družba za upravljanje bo morala s skrbnikom skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev, ki bo moral na podlagi te pogodbe zagotavljati pravilno izračunavanje provizij, opravljati storitve hrambe vrednostnih papirjev ter vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev, skrbeti da bo poslovanje v skladu s predpisi, v zakonsko določenih rokih in v skladu s statutom investicijske družbe. Za opravljanje skrbniških storitev je skrbnik upravičen do provizije in povrnitve nekaterih stroškov, ki nastajajo med opravljanjem teh storitev. Družba za upravljanje bo morala za sklenitev pogodbe s skrbniško banko za opravljanje skrbniških storitev pridobiti dovoljenje agencije za trg vrednostnih papirjev.

Nadzor nad skrbnikom bosta izvajali Agencija za trg vrednostnih papirjev in Banka Slovenije, ne glede na nadzor, pa mora razmerje med družbo za upravljanje in skrbnikom zagotavljati največje koristi imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada.

V Sloveniji bodo dejavnost skrbnika prevzele banke, ni pa  e znano kako bodo banke, ki  e imajo svoje sklade, skrbniške storitve ponujale drugim skladom. Pri nadzoru tega početja bo potrebna velika pazljivost, da ne bo prihajalo do zlorab položajev oziroma diskriminacije med skladi, kjer bi na primer banke skrbnice svojim skladom ponujale boljše pogoje (Mastnak, 2003, str. 21).

Specifična značilnost za slovenski zakon je uvedba skrbnika tako za odprte kot za zaprte sklade, medtem ko evropska direktiva skrbništvo predvideva le za odprte sklade. Vse zakonske določbe in nadzorni mehanizmi pa so prilagojeni tako, da bi storitve lahko izvajala tudi Klirin sko depotna družba, kar je novost, ki je v svetu ne poznajo oziroma ni v praksi (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003).

III.II TUJA KONKURENCA

Po stari zakonodaji je bila tuja konkurenca na trgu investicijskih storitev popolnoma izrinjena iz slovenskega kapitalskega trga, z novim zakonom pa se odpira tudi to področje.

Enote vzajemnih skladov se po novi zakonodaji lahko prodajajo preko državnih meja, ostajajo pa pod nadzorom domačih držav, vendar pa so podvržene tržnim zakonitostim države, v kateri se pojavljajo na trgu (Direktiva UCITS, 1985, str.88).

Po vključitvi Slovenije v Evropsko Unijo bodo za ves evropski trg veljala enaka pravila. Investicijski skladi s sedežem znotraj Evropske Unije, ki bodo želeli v Sloveniji prodajati svoje investicijske kupone ali delnice investicijskih skladov, bodo lahko zaprosili za dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Za druge tuje države, tiste, ki niso vključene v Evropsko Unijo pa bo postopek nekoliko bolj zahteven. Če bodo želeli ti v Slo tržiti svoje storitve, investicijske kupone ali delnice investicijskih skladov, bodo morali v Sloveniji ustanoviti podružnico. Nadzor nad trgom pa bodo izvajale institucije Evropske Unije in Agencija.

Tuji skladi so pri nas zelo dobrodošli predvsem z vidika možnosti za vlagatelje. Pojavlja se vprašanje koliko so slovenski varčevalci zanimivi za tuje upravljavce, saj morajo, da bi pri nas tržili svoje sklade, ustanoviti podružnico, to pa ni poceni (Gostiša, 2003, stran 21).

Ne glede na tujo ponudbo pa bodo domači vzajemni skladi vedno imeli nekaj prednosti pred tujimi, saj so vlagateljem blizu, tako geografsko kot tudi jezikovno, saj igra poznavanje jezika v katerem je napisan prospekt vzajemnega sklada pomembno vlogo pri odločanju.

Čeprav bodo domači skladi nenehno v tekmi s tujo konkurenco glede donosov, višine provizij, stroški poslovanja, se bodo skladi pri doseganju prednosti zanašali predvsem na svoje pretekle donose, dobro ime in bližino domačih vlagateljev, kar se jim bo verjetno dobro obrestovalo.

III.III DOBRO OBVEŠČENI VLAGATELJI

To je vsaka fizična ali pravna oseba, ki nalaga svoje premoženje z namenom ohranjanja vrednosti in doseganja donosov ter ima ustrezna strokovna znanja in izkušnje za presojo tveganj, povezanih z vlaganjem v vrednostne papirje in druge finančne instrumente. Za dobro poučenega vlagatelja se lahko štejejo države, državne centralne banke, borzno posredniške hiše, investicijski skladi, družbe za

upravljanje, zavarovalnice in druge finančne organizacije. O upravljanju premoženja dobro poučenih vlagateljev bo Agencija pripravila vrsto pravil, ki bodo pomagala omejevati nastanek konflikta interesov pri upravljanju tega premoženja in premoženja investicijskih skladov.

Investicijski sklad mora zbrana sredstva investirati v posamezne vrednostne papirje, tako, da čim bolj razprši tveganje naložbe. Po zakonu sme vlagati v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah ali s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, v dolgoročne in kratkoročne vrednostne papirje, denarna sredstva ter vrednostne papirje domačih in tujih izdajateljev, pri tem pa mora upoštevati določene omejitve.

III.IV NOVE VRSTE NALOŽB

Novi ZISDU-1 bo omogočil, da se bodo na Slovenskem kapitalskem trgu lahko pojavile nekatere nove oblike skladov kot so indeksni skladi, skladi denarnega trga, skladi skladov in drugi namenski skladi, ki do sedaj zaradi obstoječe zakonodaje niso mogli delovati.

III.IV.I Indeksni skladi

Indeksni sklad je tisti, ki kupuje in drži približno takšen portfelj delnic ali obveznic, število in deleže vrednostnih papirjev, kot je sestavljen njegov ciljni indeks. Cilj naložbene politike je v čim večji meri posnemati sestavo določenega indeksa. Namesto poskusov premagati trg, kar večina skladov počne, enostavno poskušajo ustrezati trgu, kar pomeni ustrezati sestavi indeksa, na katerem sklad temelji. To skladom omogoča razmeroma poceni upravljanje, saj je pogosto celoten portfelj voden računalniško, tako da dnevno usklajuje imetje sklada s ciljnim indeksom (Kovačič, 2002, str. 32).

III.IV.II Sklad denarnega trga

Sklad denarnega trga temelji na ideji nakupov in prodaj instrumentov denarnega trga, kot so bančni depoziti in zakladne menice. S tem skladom so investitorji z majhnimi dohodki prvič dobili dostop do visoko donosnega trga kapitala, kjer minimalni vstopni vložki dosegajo ogromne vsote, ki si jih ne bi mogli privoščiti. Ta sklad večino svojih prihodkov realizira iz naložb in ima večino sredstev naloženih v instrumente denarnega trga, njegova bistvena prednost pa je velika likvidnost (Passtrak, 2000, str.503).

III.IV.III Namenski sklad

Namenski sklad je tisti, katerega naložbena politika je usmerjena v nalaganje sredstev v določeno geografsko področje ali gospodarsko dejavnost, pri čemer je tudi družba za upravljanje tega sklada specializirana za upravljanje s tako vrsto naložb.

III.IV.IV Druge vrste naložb

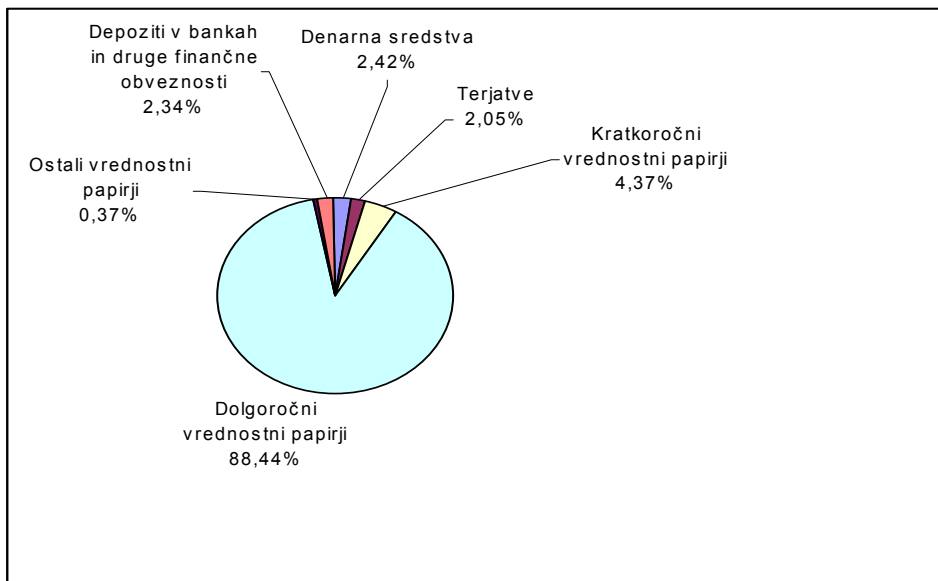
Ponudbo vzajemnih skladov bodo povečali tudi tako imenovani skladi skladov, ali krovni skladi, katerih naložbena politika je vlaganje sredstev v enote premoženja ali delnice drugih investicijskih skladov.

Razširilo se bo področje naložb in sicer z nekaterimi novimi vrstami, kot so izvedeni finančni instrumenti. Po novem zakonu lahko skladi kupujejo instrumente kot so opcije, termenske pogodbe, vendar dokler se upravljavci s temi instrumenti ustrezno ne seznanijo, jih verjetno ne bodo uporabljali. Glede naložbene politike in možnosti pa so izvedeni finančni instrumenti zelo zanimivi, na primer izvedeni finančni instrumenti na indekse, ki skladu omogočajo, da sledi donosu indeksa proti kateremu se meri njegova uspešnost.

Sprostilo se bo vlaganje v tuje vrednostne papirje, predvsem v okviru vlaganja na organizirane trge držav članic Evropske Unije.

Za primer si pogledjmo kakšna je bila do sedaj struktura naložb v vzajemne sklade v Sloveniji. Vzajemni skladi so vlagali v vrednostne papirje v organiziranem in neorganiziranem trgu, v domače državne in nedržavne obveznice ter v bančne depozite, denarna sredstva in nekatere druge domače kratkoročne vrednostne papirje.

Slika 10: Struktura naložb v vzajemne sklade v Sloveniji v letu 2002



Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003.

III.V DRUGE SPREMEMBE IN NOVOSTI

Z novim Zakonom postaja kupon investicijskega sklada prenosljiv vrednostni papir, s katerim bo možno trgovanje na organiziranem trgu.

Zanimivo je da zakon ne bo več postavljaj zgornjih mej za upravljske in vstopne provizije, kar bo vlagateljem po vsej verjetnosti precej povečalo stroške varčevanja v vzajemnih skladih, saj bo varčevalec posredno obremenjen tudi za provizijo skrbnika, ki jo bo zaračunaval svojim vlagateljem. Za družbe za upravljanje na drugi strani, pa bodo pogoji ugodnejši, saj bodo lahko za stroške borznega posredovanja, obveščanja vlagateljev in revidiranja, ki so do sedaj neposredno bremenili družbo za upravljanje, lahko poplačali iz sredstev sklada.

Z vključitvijo Slovenije v evropski trg bo potrebno združiti moči tudi glede nadzora nad delovanjem domačih družb znotraj Evropske Unije in drugje v tujini, prav tako pa nad tujimi družbami v Sloveniji. Domači nadzorni organi, Banka Slovenije, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Agencija za zavarovalni nadzor in Ministrstvo za finance bodo morali med seboj sodelovati še tesneje kot doslej, v sodelovanje pa bo potrebno vključiti še sorodne nadzorne institucije znotraj in zunaj Evropske Unije. Med nadzornimi institucijami po potrebno zagotoviti pretok podatkov o izdanih dovoljenjih in soglasjih, o sestavi uprav in spremembah na tem področju, imetnikih kvalificiranih deležev oziroma o tistih, ki to želijo postati, izvršenih nadzornih ukrepov in podobno.

O sodelovanju med nadzornimi institucijami, o sprejetih sklepih in odločitvah bo potrebno obveščati Evropsko komisijo in Evropski svet.

Evropska direktiva daje velik poudarek zaščiti malih vlagateljev, zato je obsežen del zakona namenjen predpisom tehnik upravljanja s tveganjem in zelo natančno predpisuje tudi največjo dopustno izpostavljenost do posamezne osebe, za nadzor nad to zaščito pa je zadolžena Agencija, ki z novim zakonom dobiva tudi dodatne pristojnosti pri dajanju soglasij.

IV. VPLIV IMPLEMENTACIJE NOVEGA ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE V SLOVENIJI

Način slovenske privatizacije, ki je sprožila nastanek pooblaščenih investicijskih družb in jim zaupala odkup certifikatov od slovenskih državljanov, je bilo poslovanje investicijskih družb in vzajemnih skladov nekoliko zapostavljeno. Tudi zaradi zastarele zakonodaje je bil v Sloveniji upočasnen razvoj na trgu investicijskih skladov, z novo zakonodajo pa se začne novo obdobje, ki naj bi prineslo hitrejši razvoj, večje zanimanje vlagateljev in seveda tudi višje donose.

IV.I NAVODILA ZA PREOBLIKOVANJE - USKLADITEV OBSTOJEČIH OBLIK INVESTICIJSKIH SKLADOV Z NOVO ZAKONODAJO

S sprejetjem novega zakona in pripadajočih podzakonskih aktov začne teči čas, ko se bodo morali obstoječi subjekti na trgu investicijskih skladov postopno uskladiti z določbami novega zakona, ki bodo ustrezale evropski direktivi UCITS.

Družbam za upravljanje daje zakon le pol leta za uskladitev z določbami ZISDU – 1, medtem ko imajo vzajemni skladi za prilagoditev poslovanja, sklenitev pogodbe s skrbniško banko ter uskladitev pravil upravljanja in prospekta časa dve leti. Enako velja za investicijske družbe.

Dolgo pričakovani zakon ZISDU-1 je z nekaterimi novimi določili že takoj po sprejetju povzročil hudo kri pri nekaterih večjih upravljavcih skladov, ki so svoja negodovanja usmerili na Združenje družb za upravljanje (ZDU) in lahko se zgodi, da bo zakon, še preden bodo spisani in potrjeni vsi podzakonski akti doživel kakšno spremembo nekaterih členov ali delov členov. Problemi so namreč nastali na področju, ki opredeljuje usklajevanje z novim zakonom in predpisuje, kaj naj bi investicijski skladi

postopno usklajevali. Eden izmed problemov, ki jih Zveza družb za upravljanje želi podati v ustavno presojo, je ponovno preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb, ki so se pred časom preoblikovale v investicijske družbe ali finančne holdinge. Pooblaščenice investicijske družbe naj bi svoje poslovanje najprej uskladile z novim zakonom, nato pa naj bi se po določilih 236.člena ZISDU najkasneje v štirih letih preoblikovale v vzajemne sklade (Iličič, 2003, str. 8).

V ustavni presoji utegne pristati tudi določba o vzajemnih skladih, ki so nastali iz PIDov, ki naj bi do uskladitve z novo zakonodajo, se pravi največ dve leti, ne smeli sprejemati vplačil, to pa omenjene vzajemne sklade v primerjavi z drugimi postavlja v neenakopravni položaj.

Zataknilo se je tudi pri kazenskih določbah ZISDU – 1, ki naj ne bi bile usklajene z mesec dni kasneje sprejetim zakonom o prekrških. ZISDU-1 namreč za določene kršitve zakona predvideva strožje kazni, kot so po zakonu o prekrških⁵ sploh možne, to pa seveda ni ustrezna rešitev.

Dejstvo je, da s sprejetjem zakona prilagajanje evropski zakonodaji še zdaleč ni končano in da lahko na tem področju pričakujemo še marsikatero spremembo. Škoda je le, da se v vsem tem času, ko se je predlog novo sprejetega zakona vlekel skozi zakonodajni postopek in je doživel vrsto popravkov in sprememb, a očitno še ne dovolj, predlagatelji sprememb, institucije, katerih delo neposredno zadeva in drugi subjekti na kapitalskem trgu niso nekoliko bolje sodelovali in za skupno mizo sestavili nekaj za vse ugodnih ali ustreznih rešitev, ki pa bi kljub vsemu ustrezali evropski zakonodaji.

IV.II SPREMEMBE V TRŽENJU SKLADOV IN NADZOR

Ker bo prihodnji razvoj trga vzajemnih skladov v Sloveniji precej odvisen od trenutnega stanja na podobnih trgih v svetu, si pogledajmo, kakšne so značilnosti in trendi trženja vzajemnih skladov v Združenih državah Amerike, ki veljajo za narekovalko trendov in kakšno je stanje na evropskem trgu vzajemnih skladov, kamor se Slovenija tudi vključuje.

IV.II.I Trženje Vzajemnih Skladov

Tržni pristopi in način prodaje finančnih produktov in storitev se v svetu močno razlikujejo, tako po agresivnosti in poteh, po katerih prodaja poteka. Zato si pogledajmo

⁵ Zakon o prekrških (Zpre)

nekatero možne pristope, ki so značilni za razvito zahodnoevropsko in ameriško gospodarstvo.

IV.II.I.I Tržne poti vzajemnih skladov v Združenih državah Amerike

V Združenih državah Amerike raziskave kažejo, da se v zadnjih letih sredstva koncentrirajo v skladih, ki jih upravljajo največje investicijske družbe. O tem na primer priča podatek raziskave Investment Company Institute, za leto 1999, ko je bilo ugotovljeno, da se je v desetih največjih investicijskih družbah zbralo kar 70% vseh sredstev v vzajemnih skladih, leto pred tem pa je bil ta odstotek še višji, skoraj 90% vseh sredstev.

Za Ameriške vlagatelje je značilno, da uporabljajo zelo različne prodajne poti za naložbe svojih prihrankov, glede na rezultate raziskav njihovih lokalnih organizacij pa se več kot polovica vlagateljev odloča za nakupe točk vzajemnih skladov preko borznih posrednikov ali direktne prodaje, le manjši delež, manj kot četrtnina se za urejanje svojih naložbenih transakcij obrača na druge finančne posrednike kot so zavarovalnice, banke in finančni svetovalci. V zadnjih letih se borznim posrednikom in drugim finančnim svetovalcem, ki direktno tržijo vzajemne sklade po telefonu ali preko osebne prodaje, pridružuje vedno bolj dostopna Internetna prodaja, tako da lahko zaključim, da sta najznačilnejša načina prodaje vzajemnih skladov v Združenih državah Amerike osebna prodaja in Internet.

Pri tako velikem številu vzajemnih skladov, kot jih ponuja ameriški trg, je nujno, da skladi delajo na lastni prepoznavnosti, kar dobi še toliko večji pomen, če omenim, da se mnogo investicijskih družb odloča za prodajo svojih produktov preko velikih finančnih svetovalcev ali tržnih mrež, kjer je prepoznavnost bistvenega pomena, to pa dosegajo predvsem s čim bolj uspešnim poslovanjem, ki prinaša donose daleč nad povprečnimi. Za še boljšo prepoznavnost svojih skladov investicijske družbe ponujajo vlagateljem še najrazličnejše dodatne storitve, kot so izobraževanja, pokojninske analize in podobno.

Pri Internetni prodaji Združene države spet narekujejo trende, kajti pojav spletnih »supermarketov« vzajemnih skladov je nedvomno ameriški izum. Ta novost je nastala, ker je vse več vlagateljev obračalo k spletnim stranem ne le s potrebo po informacijah, temveč tudi z željo po opravljanju transakcij. V času, ko postaja Internet vse bolj razširjen transakcije, ki se opravijo preko spleta pa vse bolj varovane, kar prinaša tudi zaupanje kupcev, je bilo mogoče ustvariti velike spletne strani, ki so prikazovale ponudbe najrazličnejših vzajemnih skladov na enem mestu. Vlagatelji so se že navadili na spremljanje svojih financ preko spleta, opravljanje transakcij preko spleta pa je nedvomno naslednji cilj ameriških ponudnikov (Povalej, 2002, str.28-31).

IV.II.I.II Tržne poti vzajemnih skladov v Evropi

Pa si pogledjmo še, kakšno je trženje vzajemnih skladov na evropskem trgu. Že na prvi pogled ugotovimo, da je stanje povsem drugačno kot na ameriškem trgu. Evropski trg vzajemnih skladov je drugi največji trg na svetu, takoj za ameriškim, potrebnih pa bo še nekaj let, da bo dosegel razsežnosti ameriškega trga. Zanimivo je, da se glede trženja trga popolnoma razlikujeta. Na stari celini so namreč z izjemo Velike Britanije najbolj pogosto posredništvo preko bank in zavarovalnic, ki ustvarijo kar 80% vse prodaje vzajemnih skladov (Povalej, 2001, str. 36-40).

IV.II.I.III Značilnosti tržnih poti vzajemnih skladov v Sloveniji

V Sloveniji poteka prodaja investicijskih kuponov vzajemnih skladov in delnic investicijskih skladov pretežno preko sedežev družb za upravljanje in njihovih prodajnih točk oziroma poslovalnic po Sloveniji.

S sprostivjo tuje konkurence s strani investicijskih skladov, zlasti po spremembi evropske smernice, ki povečuje konkurenčnost tovrstnih investicij, je mogoče pričakovati, da bodo investicijski skladi še bolj konkurenčni drugim naložbam. Njihov pomen bo toliko večji, saj smernica predvideva popolno sprostitev pretoka kapitala.

Tuji investicijski skladi bodo postali neposredna konkurenca domačim oblikam varčevanja in seveda domačim investicijskim skladom, ki se bodo za domače in tuje varčevalce lahko potegovali z različno agresivnim trženjem, predvsem pa bo najboljša reklama uspešno poslovanje in ugodni donosi.

Obstoječi skladi bodo v bližnji prihodnosti dobili konkurenco, predvidoma z dveh strani. Na slovenski kapitalski trg bodo vstopili tuji upravljavci skladov, poleg tega pa se bodo v vzajemne sklade preoblikovale nekatere izmed sedanjih pooblaščenih investicijskih družb. Tiste pooblaščenice investicijske družbe, ki se bodo odločile za preoblikovanje bodo nedvomno pomenile dodatno ponudbo in izbiro za vlagatelje.

Sama sistemska prilagoditev slovenske zakonodaje evropski pa ni temeljni namen usklajevanja. Bistvenega pomena je zagotoviti slovenskim finančnim subjektom, ki bodo delovali na podlagi slovenske zakonodaje takšne pogoje za poslovanje, kot jih bodo kasneje deležni tuji investicijski skladi, ki bodo pod drobnogledom nadzornih institucij in predpisov posameznih držav članic. Če omenjene sistemske spremembe slovenskim finančnim subjektom ne bodo zagotovljene, se ti ne bodo mogli razvijati v ustrezni smeri, prihod tuje konkurence pa lahko resno ogrozi njihov obstoj.

Tuji investicijski skladi bodo za slovenske investitorje zelo zanimivi, saj imajo v primerjav z domačimi investicijskimi skladi za seboj že precej let obstoja in uspešnega delovanja, zato se lahko pohvalijo z dolgoletnimi izkušnjami, učinkovitim poslovanjem, kar jim pomaga tudi pri zmanjševanju stroškov in utegnejo kmalu prevzeti del trga.

Slovenski upravljavci se lahko iz izkušenj tujih IS marsikaj naučijo. Ugotovljeno je, da se z naraščanjem obsega sredstev zmanjšujejo transakcijski stroški, ki so v tem primeru za vsako dodatno enoto manjši. Na podlagi raziskav v tujini je bilo ugotovljeno, da ima na konkurenčnost investicijskega sklada velik vpliv tudi davčna politika. Slovenija bo morala svojo davčno politiko prilagoditi evropski, vsaj na podlagi obdavčenja kapitalskih dobičkov, saj zaenkrat obdavčenje kapitalskega dobička v primerjavi z neobdavčenim varčevanjem z bančnimi vlogami varčevanje IS postavlja v neenakopraven položaj, predvsem pa ne povečuje zanimanja za to vrsto varčevanja, saj je v interesu vsakega dobro poučenega vlagatelja doseči čim višji donos in izogniti se davčnim bremenom.

Z razvojem Evropske Unije so se pojavile težnje po združevanju in povezovanju kapitalskih trgov v Evropi, da bi lahko povečali njihovo učinkovitost. Zaradi prevelike razdrobljenosti in njihove majhnosti je bilo zelo težko ali skoraj nemogoče doseči učinkovitost, ki bila vsaj približno primerljiva s tisto, ki je značilna za velik ameriški trg. Stroški pridobivanja svežega kapitala so na takšnih majhnih trgih zelo visoki in tudi možnosti za širitev so precej omejene.

Z globalizacijo svetovnih kapitalskih in finančnih trgov se cena pridobivanja svežega kapitala zmanjšuje, povečevanje učinkovitosti kapitalskih trgov pa lahko pripišemo vedno hitrejšemu tehnološkemu napredku, ki omogoča povezovanje med trgi in na podlagi tega tudi zniževanje stroškov, doseganje ekonomije obsega ter večje likvidnosti, kot bi jo lahko dosegali razdrobljeni mali nacionalni kapitalski trgi (Veselinovič, 2000, str.412).

Do globalizacije in povezovanja evropskih in svetovnih kapitalskih trgov prihaja tudi zaradi poenotenja nekaterih dejavnikov, ki bistveno vplivajo na njegovo delovanje. Evropski kapitalski trgi, združeni v okviru trga Evropske Unije, bodo morali poenotiti kriterije, merila in delovanje na vseh področjih tega trga, kjer ne bo več prostora za nacionalne posebnosti pri uravnavanju nadzora trga, neenotne računovodske standarde, različne sisteme obračunavanja in poravnave poslov. Slovenija mora, da bo zadostila kriterijem, ki jih predpisujejo smernice Evropske Unije svojemu kapitalskemu trgu dvigniti raven učinkovitosti in dostopnosti na bolj evropsko raven, če želi doseči prepoznavnost na velikem evropskem trgu.

IV.II.III DELO NADZORNIH INSTITUCIJ

IV.III.I Nadzorne institucije v Združenih državah Amerike

V Združenih državah Amerike imajo investicijski skladi velik ugled in sloves varne naložbe, ki sloni na strogi regulaciji in nadzoru, ki skrbi da skladi delujejo za vlagateljevo dobro. Po ameriški zakonodaji morajo najmanj 40% vodstva sklada sestavljati neodvisni direktorji, ki lahko neodvisno delujejo v dobro vlagateljev, v večini primerov pa ameriški skladi to številko še presegajo. Skladi morajo ustrezati strogim zveznim zakonom in predpisom, poslovanje pa nadzoruje Securities Exchange Commission⁶ (SEC), ki ima v Združenih državah Amerike približno takšno vlogo kot Agencija za trg vrednostnih papirjev v Sloveniji, le njene pristojnosti so nekoliko drugačne.

Vendar pa SEC ni edina institucija, ki opravlja nadzor. Pri tej ne tako enostavni nalogi sodeluje tudi Office of Compliance Inspectations and Examinations (OCIE), ki nadzoruje, ali skladi delujejo v skladu z Aktom o investicijskih družbah, sprejetim leta 1940⁷ (1940 Act of investment companies) in drugimi zakoni, odkriva možne kršitve zakonodaje in SEC obvešča o razvoju na področju industrije investicijskih skladov. Tu je še organizacija imenovana Office of Investor Education and Assistance (OIEA), pisarna za izobraževanje in pomoč vlagateljem, ki neposredno ponuja pomoč vlagateljem glede težav z investicijskimi skladi ali njihovimi upravljalci, in skrbi, da je SEC na tekočem s tem (The organization and operation of a mutual fund, 2003).

Vse omenjene institucije in organizacije pa pri nadzoru sodelujejo še z drugimi državnimi institucijami, kot so davčna uprava, ministrstvo za delo in nekatere druge.

IV.III.II Nadzorne institucije v Evropski Uniji

Evropski trg investicijskih skladov nadzorujejo lokalne agencije ali uradi za nadzor tega področja finančnega sistema. V vsaki državi imajo te organizacije oziroma institucije drugačen organizacijski ustroj, drugačna imena, predvsem pa drugačne pristojnosti, sicer pa imajo podobno vlogo, kot jo ima slovenska Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) .

Mednarodna organizacija za nadzor trga vrednostnih papirjev, International Organization of Securities Commission Organisations (IOSCO) je organizacija, ki združuje državne nadzorne institucije, kot je Agencija za trg vrednostnih papirjev iz

⁶ Securities Exchange Commission je nadzorna institucija trga vrednostnih papirjev v Združenih državah Amerike

različnih evropskih držav. Njeno poslanstvo je vzpostaviti sistem sodelovanja med organizacijami članicami, z namenom uresničevanja visokih nadzornih standardov za ohranitev korektnega, učinkovitega in zanesljivega trga. Prizadeva si za izmenjavo informacij na podlagi izkušenj, ki bi pomagale k razvoju domačih nacionalnih trgov, ter združiti moči in vzpostaviti učinkovit nadzor nad mednarodnimi transakcijami na področju trga vrednostnih papirjev. Njen namen je zagotavljati sodelovanje pri pospeševanju korektnega delovanja trgov na podlagi strogih standardov in učinkovitega preganjanja kršiteljev (General information about IOSCO, 2003).⁸

IV.III.III Nadzorne institucije v Sloveniji

V Sloveniji najpomembnejšo vlogo nadzora finančnega trga prevzema Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki nadzira poslovanje trga vrednostnih papirjev, podeljuje dovoljenja za javne ponudbe in prevzeme javnih družb, dovoljenja za opravljanje dejavnosti družbam za upravljanje, dovoljenja za opravljanje funkcij članov uprave in nadzira ustrezno upoštevanje zakonodaje in predpisov z omenjenega področja. Področje dela je zakonsko urejeno z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev⁹, Zakonom o prevzemih¹⁰, Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje¹¹ in nekaterimi drugimi predpisi in poslovniki.¹²

Nadzor nad finančnim trgom v Sloveniji opravljata tudi Banka Slovenije in Agencija za zavarovalni nadzor, ki je nastala iz vladnega urada za zavarovalni nadzor.

Z vstopom Slovenije na velik enoten evropskega trga, kjer bodo za vse veljala enaka pravila pa Agencija ne bo več imela glavne vloge na slovenskem trgu vrednostnih papirjev. Prišlo bo do vstopa neposredne tuje konkurence na področju ponudbe finančnih produktov in do vpliva sodelovanja mednarodnih nadzornih institucij.

Že več let se v Sloveniji pojavljajo težnje po združevanju nadzornih organov, deloma zaradi boljše učinkovitosti, deloma zaradi pridruževanja Evropski Uniji in prilagajanja evropskim direktivam. S povezovanjem bi povečali konkurenčnost slovenskega finančnega sektorja, ki bi omogočila uspešnejše vključevanje v evropski trg. (Borak, 2000, str.4).

⁷ Act of investment companies je bil sprejet leta 1940 in je zakonsko uredil delovanje investicijskih skladov, ki so prej delovali dokaj neurejeno, zaradi česar je tudi prihajalo do mnogih nepravilnosti pri poslovanju. To določilo je eno najstrožjih določil, ki urejajo delovanje investicijskih družb v Združenih državah Amerike.

⁸ International Organisation of Securities Commissions – IOSCO je mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev

⁹ Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1)

¹⁰ Zakon o prevzemih (Zpre)

¹¹ Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1)

¹² Interni podatki Agencije za trg vrednostnih papirjev, 2003

IV.III.IV Sodelovanje nadzornih institucij

Pridružitve Evropski Uniji in povezovanje finančnih trgov bo nadzorna telesa znotraj Slovenije prisililo k tesnejšemu sodelovanju, povezovanju in združevanju, prav tako bo spodbudilo sodelovanje nadzornikov med državami.

Na področju investicijskih skladov bo vstop tujih ponudnikov skladov povzročil neposredno konkurenco domačim skladom. Pri prodaji bodo sodelovali tudi skrbniki, vendar bo nastopila premoč tistega, ki bo imel trženjsko strategijo dovolj agresivno in dodelano, da bo pritegnil širši krog vlagateljev. Tu pa se pokaže pomembnost nadzornih institucij, ki bodo morale skrbeti, da bodo skrbniki pri prodaji svojih in tujih skladov dajali obema enake možnosti.

Na podlagi določil direktive UCITS in Zakona o investicijskih skladih (ZISDU-1) je investicijski sklad podvržen nadzoru tiste države od koder prihaja, seveda pa se morajo držati tržnih zakonitosti države, v kateri prodajajo svoje finančne storitve in produkte. Direktiva namreč predvideva, da finančni subjekt, ki dobi dovoljenje za opravljanje dejavnosti v matični državi, s tem pridobi dovoljenje za delovanje na celotnem območju Evropske Unije, država, ki je subjektu izdala to dovoljenje, pa je dolžna tudi skrbeti za nadzor nad njegovim poslovanjem. Medsebojno sodelovanje državnih nadzornih institucij je v takem primeru nujno.

V. SKLEP

Varčevanje v vzajemnih skladih postaja v Sloveniji vedno bolj priljubljeno, na kar kažejo podatki o neto prilivih sredstev v sklade v letu 2002. V ekonomsko razvitejših državah sveta pa je varčevanje v vzajemnih skladih ena najpomembnejših oblik dolgoročnega varčevanja prebivalstva že več desetletij.

Medtem, ko je v tujini glavni razlog za varčevanje v vzajemnih skladih zbiranje kapitala za dodatno pokojnino, ki vlagateljem omogoča varnejše življenje in boljši življenjski standard po zaključku delovne dobe. Večina slovenskih varčevalcev pa še ne razmišlja tako dolgoročno, čeprav bi, zaradi do upokojencev vedno manj prijaznega pokojninskega sistema, morali že zelo zgodaj misliti na varno starost (Poslovni rezultati vzajemnih skladov, 2002, str. 37).

Tudi v Evropski Uniji, kamor se vključujemo, je dejavnost investicijskih skladov glavno gibalno razvoja in rasti v finančnem sektorju. Najpomembnejšo vlogo imajo tako imenovani UCITS skladi, to so skladi, ki ustrezajo evropski direktivi o

investicijskih skladih in družbah za upravljanje, njihova naložbena politika pa je usmerjena v investicije v prenosljive vrednostne papirje in na denarni trg.

V prihodnje lahko dolgoročno pričakujemo rast tako velikosti kot števila skladov. Glavni dejavniki, ki bodo pozitivno vplivali na dejavnost vzajemnih skladov bodo spremembe v demografski strukturi, pokojninske reforme, višja donosnost vzajemnih skladov v primerjavi z drugimi naložbenimi oblikami, prevzemi in združitve v dejavnosti ter nova zakonodaja na področju upravljanja investicijskih skladov.

Če na hitro pregledam, kako bodo spremembe v slovenski zakonodaji vplivale na vlagatelje, lahko ugotovim naslednje:

Skladi si glede na strukturo naložb, zaradi nastanka mnogih novih vrst skladov, ne bodo več tako podobni, kot so si bili doslej. Pojavile se bodo različne nove oblike, kot so na primer skladi rasti, skladi skladov, skladi denarnega trga, indeksni skladi, ki do sedaj zaradi obstoječe zakonodaje, ki tega ni dopuščala, niso mogli delovati.

Razlike v stroških za vlagatelje bodo postali pomemben faktor pri izbiri vzajemnega sklada. Zanimivo je, da po novem zakonu ne bo več omejitev v višini upravljaljskih provizij.

Dopustno bo trženje tujih skladov, kar pomeni bistveno povečano konkurenco, zato bo pomen trženja skladov zelo velik, zagotovljen pa bo moral biti tudi ustrezen nadzor. V Sloveniji bo vlogo nadzornika nad trženjem in oglaševanjem investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov prevzela Agencija, ki bo v ta namen sestavila tudi vrsto podzakonskih aktov. Ki bodo omogočali uresničevanje nadzora. Tuji investicijski skladi, ki bodo želeli tržiti investicijske kupone oziroma delnice investicijskih skladov v Sloveniji, bodo to lahko počeli v skladu s predpisanimi pogoji za trženje in oglaševanje investicijskih skladov v Sloveniji, kot jih bo določila Agencija (Grahek, Kenda, 2003, str.18).

Dodatna administrativna opravila, nujno potrebna za izvajanje zakonskih določil in zahtev Agencije za trg vrednostnih papirjev, ki ji bodo sledili višji stroški, bi lahko kakšnega od manjših upravljavcev pripeljala do izstopa iz panoge, zmanjšanje števila pa bi pomenilo manjšo konkurenčnost.

Slovenski kapitalski trg bo imel znotraj evropske ureditve pretežno lokalno vlogo, ki pa si jo bo potrebno še priboriti. Po mnenju nekaterih slovenskih ekonomskih strokovnjakov, se slovenski trg kapitala še vedno preveč opira le na domače udeležence tega trga in institucije, ki ga regulirajo, premalo pa je povezovanja z drugimi institucijami na evropskih in svetovnih trgih.

Z vstopom v Evropsko Unijo bodo udeleženci na slovenskem kapitalnem trgu prisiljeni sodelovati tudi z drugimi udeleženci tega velikega trga, katerega del bodo postali tudi sami, sodelovanje med različnimi institucijami pa naj bodo to nadzorne ali ne, bo s strani Evropske Komisije in Evropskega Sveta bolj spodbujano in na podlagi obstoječih povezav enostavnejše, kot se zdi. Slovenci bomo morali le pametno izkoristiti svojo strateško gospodarsko pozicijo in jo spremeniti tudi v gospodarsko uspešno.

VI. LITERATURA

1. Borak Neven: Finančna regulacija po vstopu v EU, [URL:www.sigov.si/zmar/sgrs/diskusij/borak.htm], 23.5.2003.
2. Fabozzi Frank.J., Modigliani Franco, Ferri Michael G: Foundatoinis of financial markets and institutions. New Jersey: Prentice Hall.Inc, 1998, 651 str.
3. Freedman Albert J., Wiles Russ: How mutual fund work. New York: Institute of finance, 1993, 334 str.
4. Gitman Lawrence J., Joehnk Michael D.: Fundamentals of investing. Addison Wesley Longman.Inc, 1998, 706 str.
5. Hočevar Borut, Petavs Stane, Frankl Peter: Kaj morate vedeti o denarju in borzi, da lahko iz enega tolarja naredite dva. Ljubljana: Gospodarski vestnik, Založba Finance, 1993, 175 str.
6. Kovačič, Darko: Sodobni načini investiranja v tujini. Kapital, Ljubljana: 12(2002), 293, str. 32.
7. Kodrič Sandi: Novi ZISDU – osem let križanja interesov. Premoženje, Maribor, 2002, 2.9.2002, str.18.
8. Lubej Samo: Razcvet slovenskih vzajemnih skladov, Kapital, Ljubljana, 12(2002), 293, str. 28.
9. Lubej Samo: Vzajemni skladi - varčevalna alternativa prihodnosti. Premoženje, Maribor, 4.6.2001, str.12-13.
10. Mastnak Simon: 5 let vzajemnih skladov, Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 23(2002), XIII, str.19, 20.
11. Passtrak: General securities representatives. Dearborn Financial Publishing.Inc., 11th eddition, 2000, 785 str.
12. Pinterič Jan: Spet zanimivi vzajemni skladi. Gospodarski Vestnik, Ljubljana, 12(2002), 3, str. 54.
13. Pinterič Jan: Pidi so se zbudili, Gospodarski Vestnik, Ljubljana, 12(2002a), 8, str. 86.
14. Pinterič Jan: Naložbena tehtnica: Naložba med borzo in banko, Gospodarski Vestnik, 12(2002b), 15, str. 65.
15. Pinterič Jan: Čakamo na novi ZISDU. Gospodarski Vestnik, Ljubljana, 12(2002c), 45, str. 84.
16. Pinterič Jan: Vzajemni skladi. Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 2002d, 12, str. 19.
17. Povalej Dušan: Prodajne poti v trženju Vzajemnih skladov v Evropi, Bančni Vestnik, Ljubljana, 2001, 12, str. 36-40.
18. Povalej Dušan: Prodajne poti vzajemnih skladov v ZDA. Bančni Vestnik, Ljubljana, 2002, 5, str. 28-31.
19. Veselinovič Draško: Slovenski finančni prostor in Evropa. Bančni Vestnik, Ljubljana,

20. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga, Postojna: Dej d.o.o., 1999, 428 str.

VII. VIRI

1. About investment funds. [URL: <http://www.fefsi.org>], 12.4.2003.
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev.[URL: <http://www.a-tvp.si>], 4.3.2003 do 7.6.2003.
3. Commentary on the provisions of council Directive 85/611/EEC of 20.dec 1985 »toward an european market for the undertaking for collective investment in transferable securities », Commission of the European Communities
4. Council directive 85/611/EEC of 20 decembre 1985 of the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertaking for collective investment in transferable securities (UCITS)
5. General information on IOSCO. [URL: <http://www.iosco.org/about/>], 17.3.2003.
6. Gostiša Jure: Pasti tujih vzajemnih skladov. Finance, Ljubljana, 4.2.2003, str. 12
7. Gibanje količine sredstev v slovenskih vzajemnih skladih v mio SIT. [URL:http://www.vzajemci.com/sredstva_VS/Slovenija/VS_SLO_grafi_gibanja_koличine_sredstev.htm], 26.2.2003.
8. Gradivo za seminar: Workshop on the 85/611/EEC UCITS directive for candidate countries. Bruselj, 18.-19.december 2002.
9. Grahek Andraž, Kenda Albina: EU Zaostruje nadzor nad trgom kapitala, Finance, Ljubljana, 5.12.2002, str. 18.
10. Interno gradivo in podatki Agencije za trg vrednostnih papirjev, 2003.
11. Investment Company Institute. [URL: <http://www.ici.org>], 17.3.2003.
12. Lacič Marjan: Sporna preobrazba (p)idov. Dnevnik, Ljubljana, 9.4.2003, str. 8.
13. Letno poročilo ATVP za leto 2001, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 127 str.
14. Mastnak Simon: Vzajemci bodo vse težje dohajali SBI. Finance, Ljubljana, 25.2.2003, str.21.
15. Poslovni rezultati vzajemnih skladov, Kapital, Ljubljana, 12(2002), 293 , str. 37.
16. Prikaz strukture naložb posebnih vzajemnih skladov. Finance, Ljubljana, 15.3.2003, str. 11.
17. Prikaz strukture naložb v vzajemne sklade.
[URL:http://www.vzajemci.com/sredstva_VS/Slovenija/VS_SLO_struktura_nalozb.html], 26.2.2003.
18. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001, 2002, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 47 str.
19. Slovarček pojmov s področja vzajemnih skladov. [URL: <http://www.vzajemci.com/splošno/slovarček.htm>], 23.3.2003.

20. Število finančnih institucij, 2003.
[URL: http://www.zbs-giz.si/slo/bancni_sektor/number_offinancial_institutions.htm]
8.5.2003
21. The organization and operation of a mutual fund.
[URL: http://www.ici.org/newsroom/faq/ref_97mforgan_operat.html], 25.2.2003
22. The structure of investments.
[URL: http://www.ici.org/stats/latest/mf/trends_12_02.htm], 20.4.2003.
23. Tolarski depoziti, [URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe>], 12.4.2003.
24. Understanding mutual funds.
[URL: http://www.ici.org/statements/inv/bro_understanding_mfs.html], 25.2.2003.
25. Vloge v vzajemnih skladih in bankah.
[URL: http://www.vzajemci.com/grafi/graficni_prikazi/banke_VS_SLO],
14.3.2003.
26. Vloge v vzajemne sklade per capita v USD v letu 2001.
[URL: http://www.vzajemci.com/grafi/graficni_prikazi/Vs_per_capita.htm],
5.3.2003.
27. Vzajemci. [URL: <http://www.vzajemci.com>], od 3.3.2003 do 25.5.2003.
28. Vzajemni skladi v EU in ZDA. [URL: <http://www.kd-ps.si/prva.php>], 6.5.2003.
29. Zakon o prekrških (Zpre), Uradni list RS, št.47/1997 in št. 56/1999.
30. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), Uradni list RS,
št. 110/02 in št. 6/03.
31. Združenje družb za upravljanje. [www.zdu-giz.si], 6.6.2003.