

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO
INVESTICIJSKI SKLADI V LUKSEMBURGU

Ljubljana, avgust 2005

ROBERT GORNIK

IZJAVA

Študent Robert Gornik izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom Aljoše Valentinčiča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

<u>1. UVOD</u>	1
<u>2. INVESTICIJSKI SKLADI</u>	3
2. 1. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	3
2. 2. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	5
2. 2. 1. INVESTICIJSKI SKLADI GLEDE NA CILJ.....	5
2. 2. 2. INVESTICIJSKI SKLADI GLEDE NA NAČIN UNOVČITVE NALOŽB.....	8
2. 2. 2. 1. ZAPRTI INVESTICIJSKI SKLADI – INVESTICIJSKE DRUŽBE.....	9
2. 2. 2. 2. ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI – VZAJEMNI SKLADI.....	11
2. 3. ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	13
2. 4. ZAKONSKI OKVIRJI INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	15
2. 4. 1. POSEBNOSTI UREDITVE VZAJEMNIH SKLADOV V ZAKONODAJI EVROPSKE UNIJE	16
2. 4. 2. DELO NADZORNIH INSTITUCIJ.....	21
<u>3. LUKSEMBURG – FINANČNI CENTER</u>	22
<u>4. SOCIÉTÉ D'INVESTISSEMENT À CAPITAL VARIABLE – SICAV</u>	27
4. 1. PREDSTAVITEV.....	27
4. 2. USTANOVITEV, VODENJE IN UPRAVLJANJE.....	28
4. 3. CILJ IN POLITIKE VLAGANJA.....	32
4. 4. DELNIŠKI KAPITAL.....	33
4. 5. IZRAČUN NETO VREDNOSTI PREMOŽENJA.....	35
4. 6. DAVKI.....	38
4. 7. LIKVIDACIJA.....	39
<u>5. SKLEP</u>	40

LITERATURA

VIRI

SLOVAR POJMOV IN TUJIH IZRAZOV

Kazalo slik

Slika 1: Sredstva v vzajemnih skladih in BDP na prebivalca v posameznih državah sredi leta 2004 (v evrih).....	2
Slika 2: Delitev investicijskih skladov glede na aktivno stran bilance stanja	6
Slika 3: Delitev investicijskih skladov glede na pasivno stran bilance stanja	9
Slika 4: Evropski trg investicijskih skladov (glede na sredstva v upravljanju) – julij 2004	24
Slika 5: Ustanovitelji luksemburških SICAV skladov (glede na državo izvora) – julij 2004	24
Slika 6: Trženje investicijskih skladov (UCITS) v še najmanj dveh državah poleg Luksemburga na dan 31.12.2003.....	25
Slika 7: Pregled sredstev v upravljanju in števila investicijskih skladov v Luksemburgu med leti 1999 in 2004 (na dan 31. december).....	26

Kazalo tabel

Tabela 1: Razvrstitev vzajemnih skladov.....	8
Tabela 2: Število investicijskih skladov in sredstva v upravljanju po posameznih letih	23
Tabela 3: Investicijski skladi glede na naložbeno politiko	25

1. UVOD

Pred mnogimi leti so se finančni analitiki in svetovalci začeli zavedati ogromne mase neizkoriščenih prostih sredstev v ameriških gospodinjstvih. Začeli so se spraševati, na kakšen način zagotoviti zanimive, privabljajoče pogoje, ki bodo omogočali prenos teh sredstev na finančne trge, in s tem koristiti obema stranema, tako vlagateljem kot tudi samim finančnim trgom. Njihova rešitev so bili investicijski skladi, ki predstavljajo prelomnico na dogajanju na finančnih oziroma kapitalskih trgih.

Za vlagatelje, ki imajo premalo časa in znanja za temeljito analizo posameznega podjetja in njegovih vrednostnih papirjev, je bolje, da svoje prihranke investirajo v investicijske sklade. Investiranje prihrankov v investicijske sklade ima kar nekaj prednosti pred individualnim investiranjem, med katerimi so večja razpršitev premoženja, strokovno upravljanje naložb, prihranek dragocenega časa, likvidna naložba, nizki transakcijski stroški, močan nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov in še bi lahko naštevali (Fredman, 1993, str. 10).

Z njihovim pojavom se je priliv sredstev na finančne trge povečal nad vsemi pričakovanji, saj so postali nov način investiranja premoženja in hkrati alternativna možnost varčevanja. Poleg tega so omogočili vstop velike množice individualnih vlagateljev na kapitalski trg, ki je do tedaj praviloma predstavljal orodje plemenitenja premoženja le večjih institucionalnih investitorjev. Investicijski skladi so v državah z razvitim tržnim gospodarstvom poznani že več kot poldrugo stoletje, v zadnjih desetletjih pa predstavljajo prevladujočo obliko varčevanja prebivalstva v posamezni državi.

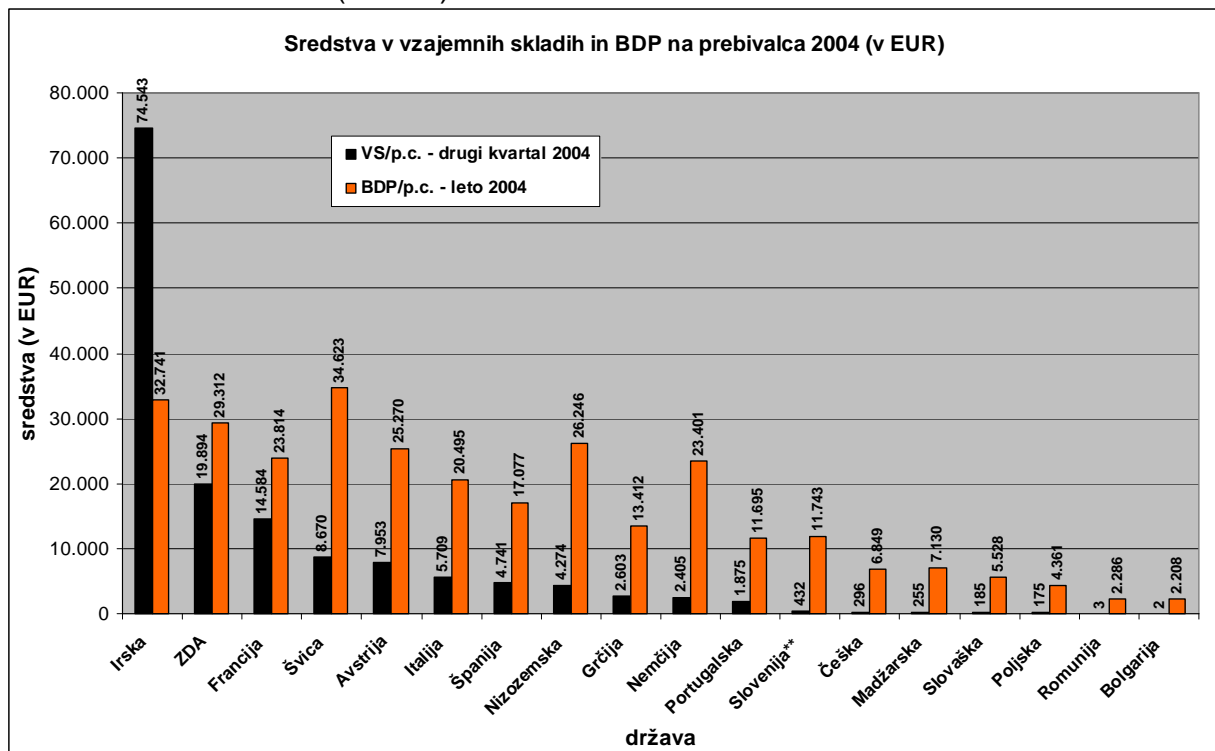
Podatki, ki govorijo v prid vedno večjemu razvoju industrije investicijskih skladov, izhajajo iz aktualnega razmerja med bruto družbenim proizvodom na prebivalca (BDP/p. c.) in sredstvi, ki jih ima povprečen prebivalec po posameznih primerljivih državah v investicijskih skladih. Iz spodnjega grafikona lahko sklepamo, da je tendenca razvoja varčevalnih vzvodov tudi v Sloveniji usmerjena v razvoj investicijskih skladov. V začetku leta 2001 je bila vloga povprečnega Slovence v vzajemnih skladih 25 evrov, konec leta 2004 pa je ta številka narasla že na okoli 440 evrov. Na grafikonu so predstavljeni podatki držav, v katerih predstavljajo investicijski skladi, tradicionalno obliko varčevanja, nadalje tiste, ki so primerljive s slovenskimi BDP, in tiste, ki so v dani situaciji v primerljivih socialno-ekonomskih razmerah, oziroma izhajajo iz podobne politično ekonomske situacije.

Zaradi večje preglednosti grafikona v njem nismo prikazali podatkov za Luksemburg. Nominalno predstavlja za Francijo (skupno 982 milijard evrov) drugo največjo državo glede na sredstva, ki jih upravljajo vsi luksemburški investicijski skladi (970 milijard

evrov). Drugo mesto zaseda tudi glede na število investicijskih skladov (6.717), več jih le še v Franciji (7.887).

V velikem vojvodstvu Luksemburg, kjer na 3 tisočih kvadratnih metrov živi nekaj več kot 440 tisoč Luksemburžanov, znaša BDP na prebivalca okoli 45.000 evrov, kar znaša več kot v vseh evropskih državah od Švice, Francije, Irske in tudi višjega od ZDA (Country/Economic/State and Territory Fact Sheets, 2005).

Slika 1: Sredstva v vzajemnih skladih in BDP na prebivalca v posameznih državah sredi leta 2004 (v evrih)



Vir: Worldwide Mutual Fund Assets and Flows, 2005; Country/Economic/State and Territory Fact Sheets, 2005.

Zaradi majhnega števila prebivalcev in seveda ugodnega davčnega okolja, prijaznega investicijskim skladom, Luksemburg privablja mnogo tujih upravljalcev, da tam ustanovijo svoje investicijske sklade. Posledično znaša vloga v investicijskem skladu povprečnega Luksemburžana prek dva milijona evrov. Na drugi strani znaša povprečna dodana vrednost na zaposlenega prek 91 tisoč evrov, za primerjavo naj povemo, da doseže ta številka v Sloveniji zgolj 24,5 tisoč evrov (Delavci med trgov in socialo, 2005).

Luksemburg je država blaginje z obširnimi sistemom socialnih podpor, ki se financirajo iz socialnih zavarovalnih programov. Raven plač in pokojnin je visoka in Luksemburžani uživajo takšno stopnjo gospodarskega blagostanja kot le malo katera

industrializirana demokracija. Standard življenja je med najvišjimi na svetu. Finančni sektor je ključnega pomena za gospodarsko moč te države, poleg tega pa so pomembni še promet in komunikacije (mediji) ter jeklarska industrija. Visoka razpršenost je značilna tako za finančni sektor kot za poslovne dejavnosti na splošno. Belgija, Nemčija in Francija skupaj predstavljajo kar 68% luksemburške trgovinske menjave (Evropska unija, 2004).

Luksemburg ponuja izjemno ugodne pogoje za tuje naložbe. Več zaporednih vlad je učinkovito privabljal tuja vlaganja prek davčnih spodbud in ugodnosti pri gradnji ter opremljanju tovarn. Tuji vlagatelji kot poglavitni razlog za ustanovitev podjetja v Luksemburgu pogosto navajajo odnose med delodajalci in delojemalci, ki so zgledni že od tridesetih let prejšnjega stoletja. Država je rekorder po številu bank na tako majhnem prostoru, prav tako imajo tam svoje poslovalnice vse večje zavarovalnice.

Namen diplomskega dela je predstaviti različne vrste, oblike, prednosti, značilnosti investicijskih skladov. Diplomsko delo sem razdelil na dva dela, in sicer v prvem, teoretičnem delu, sem opredelil investicijske sklade, vrste, značilnosti in njihovo zgodovino. V drugem, praktičnem delu pa sem predstavil SICAV, investicijski sklad z variabilnim delniškim kapitalom, njegovo poslanstvo, vizijo, njegove posebnosti in samo poslovanje.

Razlog za izbiro tovrstne teme je povezan z dejstvom, da se tudi v Sloveniji pojavlja čedalje več investicijskih skladov, s sedežem v Luksemburgu. Veliko multinacionalnih bančnih skupin ali zavarovalnic ima tudi prek 100 lastnih SICAV skladov, z vstopom teh globalnih poslovnih skupin na slovenski kapitalni trg se bo pojavljalo vedno več tovrstnih produktov (npr. Reiffeissen, HVB (BACA), San Paolo, KD Group).

Cilj diplomske naloge predstavlja željo prikazati poslovanje tovrstnih skladov, njihove značilnosti, posebnosti, saj bo za vlagatelje, seveda tudi slovenske, pri nenehno večji ponudbi investicijskih produktov in storitev, vedno bolj pomembna zadostna in pravilna informiranost in kasneje na podlagi informacije oziroma nasveta sprejeta odločitev.

2. INVESTICIJSKI SKLADI

2. 1. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijsko podjetje je »Investment company« v Združenih državah Amerike, »Trust« v Veliki Britaniji, SICAV (»Société d'investissement á capital variable«) in SICAF (»Société d'investissement á capital fixe«) v Franciji, »Kapitalanlaagengesellschaft« v Nemčiji in Avstriji – je posebna finančna institucija,

ki vodi (»run« ali »manage«) ali ustanavlja (je »établissement fondateur«) sklade (»Funds«), ki so ločeni od njenega premoženja. Gre za »Sondervermögen«, kakor na primer pravi nemški zakon o teh institucijah (Ribnikar, 1999, str. 218).

Varčevanje in investicijske potrebe manjših investorjev so botrovali ideji o ustanovitvi investicijskih skladov, ki so še vedno v prvi vrsti namenjenim prav njim, saj se ti le redko odločijo za individualno upravljanje premoženja. S svojimi, praviloma manjšimi prihranki niso mogli ustrezno razpršiti tveganja, z investiranjem v večje število vrednostnih papirjev, z nakupom delnic in drugih instrumentov finančnega trga prek borznih posrednikov, prav tako pa niso imeli dovolj tovrstnih znanj o ocenjevanju najboljših investicijskih možnosti v danem trenutku. Te potrebe so začutile finančne institucije in varčevalcem ponudile možnost, da so združili svoje prihranke v investicijski sklad. Ko investitor kupi določeno število enot ali delnic investicijskega sklada, postane posredno lastnik sorazmernega deleža vseh vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v lasti. Z razpršenostjo naložb je možno odpraviti nesistematično tveganje, naložbe pa ostanejo podvržene nekemu povprečnemu sistematičnemu tveganju, ki je odvisno od splošnih gibanj v gospodarstvu (Mramor, 1997, str. 14). Z zbranimi sredstvi sklada upravljajo strokovnjaki in jih nalagajo v razne finančne naložbe z namenom, da bi dosegle čim višjo donosnost ob danem tveganju.

Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo denarna sredstva z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev (v nadaljevanju tudi vrednostnih papirjev), to je delnic (investicijske družbe) oziroma investicijskih kuponov (vzajemni skladi) ter zbrana sredstva investirajo v različne vrste naložb, ki tvorijo premoženje sklada. Namenjeni so malim in institucionalnim investorjem, ki zaradi pomanjkanja časa, informacij, denarja ali znanja ne želijo sami investirati v vrednostne papirje, ampak to prepuščajo strokovnjakom (Prohaska, 1999, str. 7).

Praviloma imajo družbe za upravljanje lastne analitske oddelke, ki za sredstva svojih vzajemnih skladov, ki jih upravljajo, spremljajo razvoj gospodarstva, podjetij in panog po celem svetu ter pripravljajo informacijsko podlago za odločanje o trgovanju z vrednostnimi papirji. Ključna razlika med neposrednim investiranjem v vrednostne papirje in nakupom enot premoženja ali delnic investicijskega sklada je, da se v slednjem primeru med vlagateljem in vrednostnimi papirji, s katerimi se trguje na trgu kapitala, pojavi posrednik - njegov upravitelj, najpogosteje družba za upravljanje. Seveda obstajajo mnoge prednosti, med kateri je tudi ta, da skladi na borzi trgujejo vsakodnevno in tako poslujejo z mnogo nižjimi stroški, kot bi to uspevalo individualnemu investitorju (Bogle, 1994, str. 55).

2. 2. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV

V osnovi ločimo investicijske sklade glede na (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 27):

- cilj, ki ga zasledujejo, in je povezan s ciljem investitorja, ki vlaga v tak sklad ter
- možnost oziroma način unovčitve naložbe v sklad.

2. 2. 1. Investicijski skladi glede na cilj

Želje posameznih investitorjev so različne. Investitorji vložijo svoje premoženje v investicijske sklade z različnim namenom in ciljem, ki ga želijo doseči. Nekateri investitorji stremijo k čim višji dividendi in s tem čim večje stalne dohodke od vloženega premoženja. Drugim pa redni dohodki niso najpomembnejši in prednostni cilj; njihova želja je maksimalna rast njihovega vložka v investicijski sklad. Za zadovoljitev različnih želja posameznih investitorjev, se ustanavljajo skladi z različnimi cilji, ki jih le-ti zasledujejo. Tudi glede na tveganje delimo investicijske sklade na (Rugg, 1986, str. 56): sklade agresivne rasti, sklade zmerne rasti in sklade zadržane rasti.

Druga opredelitev tveganja le to razvršča v tri kategorije (Dimovski, 1995, str. 108):

- tveganje podjetja, ki zajema različne specifičnosti v podjetju – od stopnje konkurence do sprememb potrošnikovih preferenc. Empirične raziskave na trgih so pokazale, da lahko število 12 do 20 različnih delnic v portfelju zmanjša tveganje;
- panožno tveganje, ki vpliva na podjetja iste panoge in predstavlja vezanost na določene nestabilne trge, panožne cikle, komplementarnost panoge, ranljivost substitutov in drugo;
- tržno tveganje, ki je povezano s tveganji v okolju, kot so pravna tveganja, inflacija, tveganja obrestne mere.

Namen in cilj posameznega investicijskega sklada se opredeli že ob njegovi ustanovitvi. Od cilja in namena je odvisna tudi izbira vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v svoji aktivi, in jih kupuje. Številne investicijske namene lahko strnemo v nekatere skupine namenov, ki hkrati predstavljajo tudi obliko sklada, saj so zanje značilni prav vrednostni papirji, v katere investira svoja sredstva.

Če pogledamo aktivno stran bilance stanja, se skladi med seboj razlikujejo glede na pogostost sprememb njihovega premoženja (Mramor, 2000, str. 89-93):

- skladi, ki so aktivno upravljani,
- skladi, katerih značilnost je ohranjanje svojega premoženja dalj časa nespremenjeno in
- skladi, katerih premoženje je fiksirano, in se v času poslovanja sklada ne spreminja.

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



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

Investicijski sklad dosega prihodke na dva načina, in sicer:

- z izplačili iz naslova vrednostnih papirjev, ki jih ima v svojem portfelju (obresti obveznic in dividende delnic) ter
- s kapitalskimi dobički zaradi porasta tečajev vrednostnih papirjev, ki jih ima v svoji aktivi.

Skladi se prilagajajo željam in potrebam vlagateljem. Glede na namen delimo investicijske sklade na naslednje temeljne skupine skladov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 27):

Sklad rasti (*Growth Fund*). Tovrstne sklade imenujemo tudi *Go-Go* skladi. Donosnost kapitala oziroma rast tečajev vrednostnih papirjev, ki sestavljajo premoženje sklada, predstavlja cilj tovrstnega sklada. Za doseganje kar se da najvišjih kapitalskih dobičkov, je nujno potrebno povečano tveganje (rizičnost) naložbe. Kapitalski dobiček je opredeljen kot razlika med nakupnim in prodajnim tečajem lastniškega vrednostnega papirja. Sklad kupuje predvsem visoko donosne vrednostne papirje, zlasti delnice, katerih tečaji se strmo višajo.

Sklad dohodka (*Income Fund*). Čim višji redni gotovinski dohodek iz naslova dividend oziroma obresti vrednostnih papirjev predstavlja osnovni cilj teh skladov. Premoženje sklada sestavljajo predvsem vrednostni papirji z visokimi obrestnimi

merami in visokimi pričakovanimi dividendami. Donosnost je premo sorazmerna s tveganjem (in obratno sorazmerna z varnostjo naložbe), torej smo za pričakovano višjo donosnost pripravljene sprejeti tudi višje tveganje. Kot primer lahko navedemo visoko donosne obveznice (*Junk Bond Fund*), ki investira svoja sredstva v podjetniške obveznice nekoliko nižje kvalitete, ki pa imajo potencialno zelo visoko donosnost.

Sklad rasti in dohodka (*Growth and Income Fund*). Imenujemo ga tudi *Common Stock* sklad, saj premoženje sklada sestavljajo predvsem navadne delnice. Najti pravo ravnotežje med donosnostjo kapitala in hkratnemu zagotavljanju nekega gotovinskega dohodka iz naslova dividend in obresti je glavno vodilo sklada. Tveganje teh skladov je nižje kot pri prej navedenih, to je skladu rasti in skladu dohodka.

Sklad dohodka in rasti (*Income and Growth Fund*). Temeljni cilj predstavlja redni gotovinski dohodek iz naslova dividend in obresti, nato sledi zahteva po donosnosti kapitala. Premoženje tega sklada sestavljajo delnice največjih in najboljših podjetij (*Blue chipi*) ter prednostne delnice.

Uravnovežen sklad (*Balanced Fund*). Tovrstni sklad zasleduje dva, lahko bi rekli enakovredna cilja, in sicer tekoči gotovinski dohodek in kapitalsko donosnost, hkrati pa daje močen poudarek stabilnosti investicije. Sklad nudi manjšo donosnost ob ugodnih in manjšo kapitalsko izgubo ob negativnih tržnih gibanjih. Predmet investiranja so različne delnice in obveznice.

Sklad brez obdavčenj (*Tax Exempt Fund*). Premoženje tovrstnega sklada sestavljajo predvsem komunalne obveznice, ki načeloma niso obdavčene.

Sklad obveznic (*Bond Fund*). Tekoči stabilni dohodki so temeljni cilj tega sklada, zato predstavljajo predmet investiranja nizko, srednje in visoko kvalitetne podjetniške obveznice.

Poleg navedenih, najpogostejših oblik investicijskih skladov, ki se razlikujejo glede na cilj, ki ga zasledujejo, pa so v svetu poznane še nekatere posebne oblike skladov, med katerimi so najpogostejši:

Sklad nepremičnin (*Real Estate Fund*). Sklad investira v nepremičninske hipoteke in druge nepremičninske vrednostne papirje, ki omogočajo udeležbo pri lastništvu teh nepremičnin, pridobivanje rente ter predstavljajo davčne olajšave. Za te vrste skladov so značilne nižje donosnosti, kar je povezano z zelo varnimi naložbami, ki predstavljajo premoženje sklada.

Specializirani skladi. Gre za sklade, ki svoja sredstva investirajo v določene dele industrije ali dejavnosti oziroma v delnice teh organizacij.

Sklad kratkoročnih vrednostnih papirjev (*Money Market Fund*). Ti skladi veljajo za visoko likvidne, saj svoja sredstva investirajo v kratkoročne vrednostne papirje.

Premoženje investicijskega sklada lahko predstavljajo različni vrednostni papirji, in glede na to ločimo: sklade delnic - splošne sklade delnic (skladi agresivne rasti, malih podjetij, rasti, rasti in dobička, lastniško-dobičkovni) in druge delniško orientirane sklade (uravnoteženi, specializirani, sektorski, indeksni, mednarodni), sklade obveznic, mešane sklade, sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev (denarni) in sklade nepremičnin.

Tabela 1: Razvrstitev vzajemnih skladov

Skladi delnic	Skladi obveznic	Skladi kratkoročnih VP	Mešani skladi
Splošni:	Odbavčeni:	Obdavčeni	Uravnoteženi
Agresivne rasti	Podjetniških obveznic	Neobdavčeni	Alokacije sredstev
Malih podjetij	Državnih obveznic		Zamenljivi
Rasti	Z rokom dospelosti		Družine skladov
Rasti in dobička	Hipotekarnih obveznic		
Lastniško dobičkovni	Mednarodni		
Drugi:	Neobdavčeni:		
Specializirani	Dvakrat neobdavčeni		
Sektorski	Nacionalni		
Indeksni	Visokih donosnosti		
Mednarodni			

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

2. 2. 2. Investicijski skladi glede na način unovčitve naložb

Če izhajamo iz bilance stanja posameznega investicijskega sklada lahko le te v osnovi razdelimo glede na postavke na njihovi pasivni strani bilance, torej na vzajemne sklade, kjer ločimo sklade z ali brez provizije, in veljajo za odprte investicijske sklade ter investicijske družbe oziroma zaprte sklade.

Likvidnost oziroma možnost unovčitve deležev predstavlja najpomembnejšo razliko med njima. Z delnicami investicijskih družb (zaprti skladi) se trguje na sekundarnem trgu kapitala, torej lahko investitor unovči delnice investicijske družbe s prodajo na borznem trgu. Deleže oziroma enote premoženja vzajemnega sklada, s katerimi se ne trguje na sekundarnem trgu kapitala, pa se lahko proda imetniku investicijskega

kupona. Prav zato je oblika zaprtega sklada manj pogosta (Bohorč, 2001, str. 8). Če primerjamo razširjenost odprtih in zaprtih investicijskih skladov v ZDA, je razmerje med njimi približno 10:1 v korist prvih (O vzajemnih skladih, 2003, str. 3).

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



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

2. 2. 2. 1. ZAPRTI INVESTICIJSKI SKLADI – INVESTICIJSKE DRUŽBE

Zaprte investicijske sklade, in sicer »Closed-End Investment Funds« v ZDA, »investment trusts« v Veliki Britaniji, SICAF (Société d'investissement á capital fixe) v Franciji in Geschlossene Fondes« v Nemčiji in Avstriji imenujemo tudi investicijski skladi s fiksnim obsegom kapitala (Ribnikar, 1999, str. 219). Ti predstavljajo posebno vrsto investicijskega sklada, ki je organiziran kot delniška družba, in sodi med pravne osebe (Štraus, 1995, str. 22). Vrednost osnovnega kapitala je, podobno kot pri običajnih delniških družbah, opredeljena s številom in nominalno vrednostjo izdanih in prodanih delnic v okviru primarne emisije. Zaprti skladi svojih delnic ne odkupujejo, prav tako pa sami ne trgujejo z njimi, ampak to prepuščajo borznim posrednikom na sekundarnem trgu kapitala. Torej so vsi zaprti skladi tudi skladi s provizijo (*load fund*).

Upravitelj zaprtega sklada se ne ukvarja s stalnimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev, ki jih ima v premoženju, kot je to nujno pri odprtih skladih, kjer vlagatelji dnevno vplačujejo in izplačujejo svoja sredstva, in na ta način povzročajo nastanek presežka denarnih sredstev, ki jih je potrebno dodatno investirati, ali primanjkljaja, ki ga morajo upravitelji kriti s prodajo dela vrednostnih papirjev. Tako ima upravljalec več časa za ustrezne analize vrednostnih papirjev in določanje časovno ugodnih terminov za nakupe in prodaje vrednostnih papirjev. S tem lahko da prednost dolgoročni uspešnosti, kar seveda posledično prinaša boljše rezultate. Donosnosti zaprtih skladov so nemalokrat večje tudi zato, ker so zaradi domnevno manjše likvidnosti oziroma fleksibilnosti teh skladov tečajji delnic le-teh zaradi diskonta nižji in

dajo pri enaki dividendi dejansko višji donos na vložena sredstva, še zlasti, če se diskont (razlika med tržnim tečajem in knjigovodsko vrednostjo) zmanjša po nakupu.

Vrednost premoženja zaprtih skladov se spreminja izključno s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih imajo v aktivih, ali pa se poveča z občasnim izdajanjem novih delnic, pri čemer obstoječi delničarji, za razliko od delničarjev rednih delniških družb, nimajo pravice prednostnega nakupa novo izdanih delnic. Tržni tečaj delnice zaprtega sklada, ki se oblikuje na borzi kot posledica ponudbe in povpraševanja, ni enak vrednosti aktive na delnico (knjigovodska vrednost delnice). Delnica ima lahko diskontni ali premijski tržni tečaj glede na neto vrednost aktive. V pogojih padajočih tečajev vrednostnih papirjev, ko pesimistični investitorji delnice množično prodajajo, je diskont višji; v obdobju naraščajočih tečajev pa se diskont niža in je tržni tečaj bližje neto vrednosti aktive. Možni razlog za prodajo delnice investicijske družbe z diskontom je morda tudi vgrajeni davčni obveznosti za delničarje zaradi nerazporejenih preteklih kapitalskih dobičkov, v preteklih rezultatih skladov ali v borzno posredniških provizijah za prodajo oziroma nakup na borzi, ki jo z diskontom izničijo. Zaradi takega načina trgovanja z delnicami je pritisk na upravljavce skladov manjši, saj se jim ni treba ukvarjati s skrbjo, da bi jim delničarji ušli. Seveda pa lahko v primeru množičnih prodaj delnic tečaj le-tim močno pade.

Vlagatelj lahko pridobi delnice sklada ob ustanovitvi investicijske družbe (primarna emisija), druga možnost prisvojitve delnic, pa je, da kupi delnice investicijske družbe na sekundarnem trgu kapitala pod pogojem, da jih en od investitorjev proda. Delnice je možno kupiti izključno po tečaju, ki se oblikuje na podlagi tržne ponudbe in povpraševanja (Sharpe, 1995, str. 637). Ta naložba je zato bolj tvegana in s tem manj likvidna.

Naložbe investicijske družbe morajo zagotavljati omejitev in razpršitev tveganja, ustreznega zakonodaja pa tudi podrobneje predpisuje, v katere vrednostne papirje sme družba naložiti denar, in kako morajo biti naložbe razpršene, da se zagotovi ustrezna varnost premoženja družbe.

Osnovna delitev zaprtih investicijskih skladov

Zaprte sklade delimo v 3 večje skupine (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 34):

- diverzificirani zaprti skladi (*diversified closed-end funds*), ki investirajo v širok spekter vrednostnih papirjev,
- skladi z dvojnimi namenoma (*dual-purpose funds ali leverage funds*) imajo enak delež kapitalskih in dohodkovnih delnic. Lastniki dohodkovnih delnic dobijo ves dohodek premoženja, lastniki kapitalskih delnic pa vse neto kapitalske dobičke od premoženja. Tovrstni skladi so časovno omejeni. Od zapadlosti lahko dohodkovne delnice odprodajo ali pa jih, enako kot tudi kapitalske delnice, zamenjajo za delnice sklada,

- specializirani zaprti skladi (*specialized closed-end funds*) imajo portfelje omejene glede na tip vrednostnih papirjev, gospodarsko panogo, skupino panog ali geografsko okolje.

2. 2. 2. 2. ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI – VZAJEMNI SKLADI

V ZDA jih imenujejo tudi »Mutual Funds«, v Veliki Britaniji OIEC (Open-Ended Investment Company), v Luksemburgu in Franciji SICAV (Societe d'investissement collective a capital variable) oziroma odprti skladi z variabilnim kapitalom, v Nemčiji »Offene Fonds« in v Italiji FCI (Fondo comune di investimento) (Androjna, 2002, str. 32).

Odprte investicijske sklade (*Open-Ended Investment Funds*) imenujemo tudi vzajemni skladi oziroma investicijski skladi s spremenljivim obsegom kapitala. Njihova velikost ob ustanovitvi ni določena. Opredeljeni so kot premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v vrednostne papirje (Mramor, 1993, str. 93). Gre za vrsto finančnih institucij, ki od svojih vlagateljev pridobivajo denarna sredstva za nadaljnje investicije v različne vrednostne papirje. Vlagatelj dobi v zameno za svoj denar investicijski kupon tega vzajemnega sklada.

Investicijski kupon vzajemnega sklada je neprenosljiv imenski vrednostni papir, kar pomeni, da se z njim ne trguje na sekundarnem trgu, ampak jih izdaja in odkupuje družba za upravljanje. Poravnava oziroma kliring investicijskih kuponov opravlja družba za upravljanje (oddelki pasive oziroma UPR), pri delniških družbah in vseh ostalih vrednostnih papirjih, s katerimi se trguje, na sekundarnem trgu pa opravlja to funkcijo lokalna centralno klirinška družba. Družba za upravljanje se zavezuje, da bo imetniku investicijskega kupona v skladu s pravili upravljanja vzajemnega sklada izplačala:

- sorazmerni del čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada;
- sorazmerni del vrednosti sredstev ob likvidaciji vzajemnega sklada;
- vrednost predloženega investicijskega kupona.

Vlagatelj lahko kupi ali proda enote premoženja sklada (pridobi oziroma proda investicijski kupon) kadarkoli v času obstajanja vzajemnega sklada.

Vrednost enote premoženja (*VEP, NAV*) se določi tako, da se čista vrednost sredstev vzajemnega sklada deli s skupnim številom njegovih enot premoženja v obtoku (Mramor, 2000, str. 100). Metodologijo za izračun čiste vrednosti sredstev sklada in VEP sklada določi lokalni regulator na področju investicijskih skladov. Praviloma se izračunava ob koncu vsakega delovnega dne na osnovi enotnih tržnih tečajev vrednostnih papirjev, ki jih ima v svojem portfelju posamezen vzajemni sklad.

Sorazmerno se giblje seveda tudi VEP. Čista tržna vrednost sklada je razlika med tržno vrednostjo sredstev in obveznostmi sklada. Sredstva sklada sestavljajo gotovina, tržna vrednost kratkoročnih vrednostnih papirjev, tržna vrednost dolgoročnih vrednostnih papirjev, posojila, depoziti in terjatve. Med obveznostmi se štejejo obveznosti od nakupa investicijskih kuponov in vrednostnih papirjev, obveznosti do DZU, obveznosti za plačilo davkov in druge obveznosti (Dimovski, 2000, str. 175-176).

Metoda izračuna vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada:

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

Za določitev vrednosti premoženja v vzajemnem skladu, vlagatelj pomnoži dnevno neto vrednost aktive, ki je objavljena v večini tiskanih in elektronskih medije, s številom enot premoženja, ki jih poseduje.

Odprti investicijski skladi nudijo možnost razpršitve premoženja, saj investirajo svoja sredstva v različne vrednostne papirje (različne oblike in vrste), kar sicer manjšim investitorjem v lastni režiji ni dostopno. To zmanjšuje tudi tveganost naložbe v vzajemni sklad. Poleg tega je likvidnost te oblike investiranja velika, saj vedno obstaja možnost prodaje oziroma nakupa investicijskega kupona. Da je to možno, mora sklad v vsakem trenutku imeti možnost izračuna neto vrednosti aktive.

Če družba za upravljanje proda več enot premoženja, kot jih odkupi, ima na voljo dodatna sredstva za nove investicije v vrednostne papirje, če pa so odkupi večji od prodaj, je potrebno del vrednostnih papirjev iz aktive sklada prodati. Za določen obseg dnevnih odkupov investicijskih kuponov ima sklad stalno na voljo rezervo v gotovini. Če pa odkupi močno narastejo, morajo prodati vrednostne papirje iz svojega portfelja, da dobijo potrebna denarna sredstva za izplačilo vlagateljev.

Delitev vzajemnih skladov glede na provizijo

Skladi s provizijo (*load funds*) - Ti odprti investicijski skladi trženje, prodajo in distribucijo enot premoženja prepustijo borzno posredniškim družbam ali drugim posredniškim podjetjem (pogodbeni partnerji, drugi DZU-ji, borzno posredniške družbe, finančni supermarketi). Ti potencialne vlagatelje informirajo in jim svetujejo izbiro ustreznega sklada, pokrivajo pa tudi razne distribucijske stroške. Za to dodajo distribucijsko oziroma prodajno provizijo na neto vrednost aktive (vstopna provizija).

Skladi brez provizije (*no-load funds*) - Tovrstni skladi svoje enote premoženja prodajajo vlagateljem neposredno (brez posrednikov) po vrednosti neto aktive. Potencialni vlagatelji morajo torej sklad najti sami in se sami odločiti, če je zanje primeren. V to skupino sodi tudi elektronski pristop (spletne strani DZU) k vzajemnim skladom, kjer zakonodaja ne predpisuje osebne identifikacije, v določilih Zakona proti

preprečevanju pranja denarja. Vendar večina skladov nudi brezplačne telefonske informacije o svojem poslovanju. Ti skladi nimajo nobenih prodajnih (vstopnih/subscription fee) provizij, zato pa morajo vlagatelji navadno plačati simbolično (npr. 1%) provizijo (izstopna/redemption fee) ob prodaji delnic, če jih prodajo pred potekom določene dobe oziroma v nekaterih državah ne glede na časovno komponento lastništva. Tako se skladi skušajo izogniti kratkoročnemu (špekulativnemu) kupovanju in prodaji investicijskih kuponov, ker bi jim to prineslo prevelike transakcijske stroške.

Trust – neupravljeni investicijski sklad

Kot posebna oblika odprtega sklada se pojavljajo tudi Trusti (Unit Investment Trust). Trust je družba s fiksnim premoženjem, zbranim za čas trajanja Trusta. Borzno posredniška družba ki ga ustanovi, napolni njegov portfelj z različnimi, največkrat dolžniškimi vrednostnimi papirji in opravlja administrativne storitve v zvezi z njimi. V zameno za vrednostne papirje pa sponzorju (borzno posredniški družbi) izda odkupljive certifikate Trusta (Trust certificates). Te certifikate, ki dokazujejo sorazmerni lastninski delež v sredstvih Trusta, borzno posredniška družba prodaja vlagateljem večinoma v višjih zneskih (navadno nad 2.000 ameriških dolarjev). Tveganje prodaje certifikatov, borzno posredniška družba povrne z dodajanjem prodajnih provizij (vstopna provizija/subscription fee) na tržni tečaj vrednostnih papirjev. Portfelj "Unit trusta" sestavljajo predvsem instrumenti denarnega trga (U.S. Treasury Bills), korporativne obveznice, municipalne obveznice ali ameriške državne obveznice. Obresti od kuponov so razdeljene na vlagatelje. Če želi vlagatelj certifikate prodati, jih Trust odkupi po neto vrednosti aktive. Osnova za izračun neto vrednosti aktive pa so nakupni tržni tečaji (bid prices) vrednostnih papirjev, ki predstavljajo premoženje. Trust odkupi certifikate vlagateljev z denarnimi sredstvi, ki jih zagotovi s prodajo vrednostnih papirjev iz portfelja. Rok trajanja trusta je določen s končno zapadlostjo vsebovanih vrednostnih papirjev. Ta doba lahko traja od 6 mesecev do 1 leta za instrumente denarnega trga ali več 10 let za obveznice.

2. 3. ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV

Industrijsko obdobje je z razvojem industrije in tehnike prineslo potrebo po koncentraciji velike količine kapitala za izvedbo obsežnih in dragih projektov, kot so bili izgradnja železniških prog ali druge infrastrukture (Lubej, 2002, str. 26). Na ta način so začeli nastajati daljni predniki današnjih investicijskih skladov, ki so v več kot 180 letni zgodovini doživeli temeljito preobrazbo.

Prvo investicijsko družbo »Société Generale des Pays –Bas pour favoriser l' industrie nationale« (zaprti sklad) je leta 1822 ustanovil nizozemski kralj William I. Nekaj let kasneje, točneje leta 1868 so to zamisel sprejeli ter jo v praksi razvili tudi Angleži in

Škoti. Tako so v Angliji leta 1868 z ustanovitjo »Foreign and Colonial Government Trust« prvič tudi malim investorjem zagotovili investiranje v tuje in kolonialne vrednostne papirje, kar je bilo prej rezervirano samo za velike investitorje. Konec osemdesetih let prejšnjega stoletja so nastali prvi investicijski skladi tudi v ZDA, ki je na tem področju postala in ostala vodilna država vse do danes (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 19). Na področju investicijskih skladov (na začetku le zaprtih) so za Nizozemci vodilno vlogo pri razvoju teh skladov prevzeli Angleži, kjer so v veliko večjem obsegu in z večjo intenzivnostjo pričeli z razvojem investicijskih skladov. V ZDA so prvi investicijski skladi zaprtega tipa začeli nastajati po državljanski vojni konec 19. stoletja. Takrat so namreč investicijske družbe iz Velike Britanije in Škotske investirale veliko sredstev v ameriško gospodarstvo. Torej so prvi investicijski skladi nastali v Evropi in ne v Ameriki, kot bi lahko ob današnji razširjenosti ameriškega varčevanja v investicijskih skladih, sredstvih v upravljanju in številu investicijskih skladov lahko predvidevali.

Leta 1920 pa so se pojavili tudi prvi odprti investicijski skladi. To je bilo obdobje finančne rasti in inovacij na vseh področjih financ, tako tudi na področju investicijskih skladov. V Bostonu je bil tako ustanovljen tudi prvi ameriški odprti investicijski sklad, in sicer leta 1924. Zaprti skladi so bili prevladujoči tip investicijskih skladov vse do borznega zloma, ki se je zgodil na črni četrtek, 24. oktobra 1929. Po črnem četrtku se je večina vlagateljev odločala za vlaganje v odprte investicijske sklade, ki so jim kljub borznemu zlomu zagotavljali visoko raven storitev visoke donosnosti. Borzni zlom je povzročil tudi revizijo obstoječe stare zakonodaje. Novi zakoni so omogočali večjo vlogo nadzora v smislu preprečevanja goljufij in manipulacij s tečaji vrednostnih papirjev (napihnenosti tržnih tečajev). Omogočili so tudi zaščito vlagateljev pred zlorabami, kršitvami upravljalcev in blažili konflikte interesov. Nova zakonodaja je vzporedno z močno ekonomijo pripomogla k ponovnemu zaupanju vlagateljev v investicijske sklade po drugi svetovni vojni.

V petdesetih in začetku šestdesetih let skladi niso bili posebej priljubljeni. Splošno mnenje med vlagatelji je bilo, da lahko s samostojnim trgovanjem na sekundarnem trgu dosežejo višje donose, kot bi jih dosegli, če bi vlagali denar v investicijske sklade. V tem času so bili zaradi stalnega naraščanja tečajev delnic najbolj zanimivi delniški skladi. Konec šestdesetih let se je iz tako usmerjene finančne industrije razvila industrija finančnih storitev z vedno širšo ponudbo najrazličnejših vrst skladov in storitev za vlagatelje s srednje velikimi dohodki kot tudi za velike vlagatelje, posebej v povezavi s tveganim kapitalom. To so bili tako imenovani rizični skladi, s katerimi je prišlo do ponovnega večanja obsega zaprtih skladov. Ti so bili odziv na ahtevo po višji donosnosti, torej višji od tiste, ki jo investitor dosega z individualnimi vlaganji v posamezne delnice podjetij. Uspešna vlaganja v rizične sklade so ob

visokem tveganju prinašala visoke donose, poleg tega pa so bila ta vlaganja tudi osnovno gonilo razvoja tehnologije.

V obdobju med letoma 1968 in 1974 so vlagatelji zaradi negativnega trenda na kapitalskih trgih zopet izgubili zaupanje v sklade in se od njih odvrnili. V sedemdesetih letih pa so visoka inflacija in obrestne mere ter nestanovitnost kapitalskih trgov ponovno oživili zanimanje za odprte sklade, še posebej za sklade instrumentov denarnega trga in sklade municipalnih obveznic. Po letu 1982 se je pričel trend naraščanja tečajev vrednostnih papirjev, kar je zanimanje za odprte sklade še povečalo. Prišlo je do razcveta skladov, ki so svoja sredstva investirali v instrumente denarnega trga, in so bili upravičeni do davčnih olajšav, obvezniški skladi, ki so investirali predvsem v državne in občinske obveznice.

Čas po zalivski vojni, med letoma 1991 in 1992, je predstavljal kritično obdobje na področju bančništva, zavarovalništva in pokojninskih skladov. V zadnjih letih je moč opaziti občutno naraščanje zanimanja za varčevanje v investicijskih skladih, kar se kaže predvsem v naraščajočem številu investicijskih skladov (predvsem odprtih) in v višini sredstev v upravljanju.

2. 4. ZAKONSKI OKVIRJI INVESTICIJSKIH SKLADOV

Sprejetje zakonodaje na področju investicijskih skladov je nujen pogoj za njihovo uspešno in transparentno poslovanje. Namen zakonodaje je predvsem zaščita malih vlagateljev, ki se odločijo za tako vrsto investicij. V večini držav so investicijski skladi urejeni s posebno zakonodajo, ki se razlikuje od splošne ureditve gospodarskih družb in ureditve bančnega sektorja, še več – investicijski svetovalci so strokovno usposobljene osebe, ki morajo skoraj v vseh državah opraviti zahtevani preizkus znanja in tako pridobi licenco regulativnega organa, da takšno delo lahko strokovno opravlja (Jesenek, 2004, str. 25).

Temelj današnje pravne ureditve panoge vzajemnih skladov predstavljajo zakoni, sprejeti že pred desetletji. Eden od pomembnejših je prav gotovo ameriški zakon Investment Company Act iz leta 1940 z amandmaji, ki so mu sledili leta 1970. Iz tega zakona je v marsičem izhajala sodobna zahodna zakonodaja.

Evropska unija je področje investicijskih skladov uredila z UCITS Direktivo o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (85/611/EEC), sprejeto 20. decembra 1985. Z njo je Evropa predpisala pogoje, ki jih morajo družbe za upravljanje izpolnjevati, da lahko tržijo enote premoženja svojih skladov znotraj držav Evropske unije. Pravno organizacijske oblike skladov Direktiva ne predpisuje, zato se oblika organiziranosti investicijskih skladov od države do države razlikuje, in tako kaže

zgodovinske, pravne in ekonomske značilnosti posamezne države. Mednarodna skupnost se trudi vsaj v določeni meri poenotiti poslovanje investicijskih skladov, tako da obstajata dve pravnoorganizacijski obliki (Huber, 2004, str. 50):

- pogodbeno oblika vzajemnih skladov;
Investicijski sklad ustanovi sponzor, investicijski sklad ni pravna oseba. Primer pogodbene oblike vzajemnega sklada so »Unit Investment Trust« v ZDA, »Unit trust« ali »FCP« v Luksemburgu (in podobno v celotni EU) in vzajemni skladi v Sloveniji.
- korporacijska oblika vzajemnih skladov;
Investicijski sklad je samostojna pravna oseba in ga teoretično upravljajo njegovi delničarji, na način da imenujejo upravo. V tem primeru uprava določa razmerje skladov z drugimi institucijami in posamezniki, kot so upravljavec, skrbnik in drugi. Primer korporacijske oblike investicijskega sklada so »Closed-end Investment Fund« v ZDA, »SICAV« in »SICAF« v Luksemburgu (podobno v celotni EU) ter investicijska družba v Sloveniji.

2. 4. 1. Posebnosti ureditve vzajemnih skladov v zakonodaji Evropske unije

Evropska direktiva o investicijskih skladih in družbah za upravljanje UCITS¹ (85/611/EEC), je bila sprejeta 20. decembra 1985. Državam članicam Evropske unije postavlja smernice za razvoj in ureditev panoge investicijskih skladov in družb za upravljanje.

Temeljna Direktiva je bila kasneje še petkrat novelirana, in sicer:

- z Direktivo 88/220/EEC v začetku leta 1988,
- z Direktivo 95/26/EC junija 1995,
- z Direktivo 200/64/EC novembra 2000,
- z Direktivi 2001/107/EEC in 2001/108/EEC v januarju 2002.²

Evropski svet je sprejel zadnji dve direktivi leta 2001. Njun namen je bil izboljšati, dopolniti in razširiti obstoječo Direktivo UCITS. Prva direktiva se je osredotočila na proizvod. Njen cilj je odpraviti ovire za čezmejno trženje enot premoženja investicijskih skladov.

¹ UCITS pomeni Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities.

² Zadnji dve direktivi sta dopolnjeni predvsem na področju dopustnih naložb investicijskih skladov (2001/108/EEC) in pravil, ki zajemajo družbe za upravljanje ter prospekt (2001/107/EEC). Poslanci v Evropskem parlamentu so ju potrdili 4. decembra 2001 in s tem sprejeli predlagane spremembe k prvotni UCITS Direktivi 85/611/EEC iz leta 1985. Države članice Evropske unije so ju morale prilagoditi do 13. avgusta 2003 in začeti izvrševati pred 13. februarjem 2004 (The New UCITS Directive explained, 2003).

Direktiva zajema le produkte - investicijske sklade, ki (Huber, 2004, str. 52):

- imajo sedež v državi članici (EU ali EEA),
- so ponujeni javnosti,
- investirajo v prenosljive vrednostne papirje,
- delujejo na principu razpršitve tveganja in
- svoja sredstva zaupajo skrbniški banki.

Druga direktiva se v prvi vrsti ukvarja z družbami za upravljanje, ki so ustanovljene v državah članicah EU. S to direktivo dobijo te družbe za upravljanje evropski potni list, s katerim lahko delujejo po vsej Evropski uniji, in tako razširijo svoje aktivnosti tudi zunaj države, v kateri imajo sedež.

Takšna družba za upravljanje je podvržena velikemu nadzoru, predvsem iz razlogov, da se zagotovi kar se da velika varnost vlagateljev. Revizijska hiša opravlja revizijo računov, nadalje se opravlja ustrezen notranji nadzor in uprava družbe mora imeti ugled in primerne izkušnje. Za zagotavljanje stabilnosti družbe ter za sposobnost izpolnjevanja obveznosti mora imeti družba osnovni kapital, ki mora v začetni fazi znašati 125 tisoč evrov. Naslednja prednost, ki jo uvaja ta direktiva, je tudi priprava izvlečka prospekta, katerega namen je omogočiti dostopne, obširne in razumljive informacije, ki omogočajo večjo informiranost, poučenost in s tem varnost vlagateljev v vzajemne sklade. Vlagatelj mora pridobiti vir dragocenih informacij za skrbno presojo o predlagani naložbi ter z njo povezanimi tveganji. Direktiva pa ne predpisuje določb, s katerimi bi si družba za upravljanje v vseh državah članicah zagotavljala pravila za enakovreden dostop do trga in pogoje poslovanja. Prav tako niso predpisane določbe, ki urejajo ustanavljanje hčerinskih družb.

Omenjene evropske direktive urejajo področje investicijskih skladov (UCITS), pri čemer ne opredeljujejo in razvrščajo različnih tipov zaprtih investicijskih skladov, ki jih posebej urejujejo zakonodaje posameznih držav članic EU.

Posamezne države članice so morale ustrezno spremeniti lastne (lokalne) predpise in jih prilagoditi zahtevam v Direktivah Evropske unije, ki na ta način služijo kot eno od orodij Evropske unije, ki kot pravni akti obvezne narave zavezujejo države članice k izpolnitvi zgoraj navedenih pogojev. Namen sprejemanja tovrstnih direktiv je doseganje čim večje harmonizacije nacionalnih zakonodaj in s tem možnost za uspešno delovanje notranjega trga naše skupne Evrope.

Temeljna načela Evropske Direktive, katere namen je zagotoviti pravne pogoje delovanja investicijskih skladov, so (Predlog Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), 2002):

- načelo preglednosti delovanja investicijskih skladov; vsakomur morajo biti dostopni vsi podatki o dejstvih in okoliščinah, ki so pomembni za oblikovanje odločitve v zvezi z naložbami v investicijske sklade,
- načelo varnega in skrbnega poslovanja; vse osebe, ki profesionalno opravljajo storitve v zvezi z upravljanjem investicijskih skladov (družba za upravljanje in skrbnik) morajo te storitve opravljati v interesu vlagateljev, ki jim morajo biti vedno vodilo in pri tem ravnati s strokovno skrbnostjo dobrega strokovnjaka (profesionalca).
- načelo nadzora; nadzor nad ravnanji subjektov, ki profesionalno delujejo na področju delovanja investicijskih skladov, mora opravljati nadzorni organ z ustreznimi pristojnostmi, ki mu omogočajo učinkovito upravljanje nadzora z namenom zagotavljanja opisanih ciljev.

Vsebina evropske Direktive o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (UCITS 85/611/EEC, 1985)

Direktiva je razdeljena na enajst poglavij, s katerimi opredeljuje:

1. Splošne določbe in obseg;
vsebuje opredelitev investicijskih skladov in kriterije, ki določajo, kateri investicijski skladi so lahko, in kateri ne morejo biti predmet obravnavane direktive.
2. Dovoljenja za družbe za upravljanje in investicijske sklade;
navaja pogoje, s katerimi se lahko ustanovi družba za upravljanje, in na kakšen način lahko pridobi dovoljenje za upravljanje vzajemnih skladov.
3. Obveznosti glede družbe za upravljanje in vzajemnih skladov;
obravnavava razširjeno področje aktivnosti družbe za upravljanje – dopušča dejavnosti svetovanja in upravljanja finančnega premoženja fizičnih in pravnih oseb, tako poučenih kot nepoučenih vlagateljev, kar je svojevrstna posebnost glede varnosti vlagateljev.
4. Obveznosti glede oblike investicijskega sklada in njegovega skrbnika.
5. Obveznosti glede politike naložb;
določilo, da smejo naložbe investicijskega sklada predstavljati le prenosljivi vrednostni papirji, ki kotirajo na borzi v državi članici in/ali prenosljive vrednostne papirje, s katerimi se trguje na drugem zakonsko urejenem trgu v državi članici in nečlanici, ki redno deluje, ter je priznan in odprt za javnost. Za države nečlanice pod pogojem, da so izbiro borze ali trga odobrili pristojni organi ali je predvidena v zakonu ali pravilih upravljanja sklada. Zadnja dopolnjena Direktiva (2001/108/EEC) je manj restriktivna, saj skladom

omogoča vlaganje v instrumente denarnega trga, depozite v kreditnih ustanovah, izvedene finančne instrumente, v enote premoženja drugih skladov in indeksnih skladov, torej ne le v vrednostne papirje, ampak tudi v druge likvidne finančne oblike (The New UCITS Directive Explained, 2003).

6. Obveznosti glede informacij, ki jih morajo dobiti imetniki kuponov oziroma enot premoženja;
vsebuje določila o objavi prospekta in polletnih ter letnih poročil in o bistvenih sestavinah, ki jih morajo vsebovati poročila in prospekt. V dopoljnjeni Direktivi 2001/017/EEC so določena pravila za pripravo in objavo prospekta, ki je vlagatelju veliko bolj prijazen, in zajema podatke o investicijskemu skladu, investicijski politiki, podatke o vstopnih/izstopnih stroških, pogojih trženja skladov in druge potrebne informacije (The New UCITS Directive Explained, 2003).
7. Splošne obveznosti investicijskega sklada;
vsebujejo pravila upravljanja sklada, ki zajemajo vrednotenje sredstev, pravila za izračun vrednosti enot premoženja ob vplačilu in izplačilu.
8. Posebne določbe (uporabljajo se za investicijske sklade, ki tržijo svoje enote premoženja v drugih državah članicah);
vsebuje pogoje za poslovanje družb za upravljanje v drugih članicah Evropske unije in opredeljuje njihov nadzor (s strani lokalnega regulatorja v državi, v kateri trži sklad svoje kupone oziroma enote premoženja).
9. Določbe glede nadzornih organov, ki so odgovorni za izdajo dovoljenja in nadzor nad skladi.
10. Kontaktni odbor (Contact Committee);
naloga odbora je olajšati izvajanje Direktive 85/611/EEC z rednimi posveti o vseh praktičnih težavah, ki nastopijo pri uporabi le-te (v obravnavi je predlog za njegovo ukinitve).
11. Prehodne določbe, odstopanja in končne določbe.

S sprejetjem te direktive je Evropa uskladila zakonodajo, predpise in administrativne ukrepe za področje investicijskih skladov. Direktiva ima dva cilja (Huber, 2004, str. 51):

- omogočiti konkurenčne pogoje med investicijskimi skladi na evropski ravni in
- zagotoviti učinkovit nadzor nad delovanjem vzajemnih skladov ter tako zaščititi vlagatelje pred izgubo njihovih vloženi finančnih sredstev.

Namen direktive je bil poenostaviti čezmejno trženje skladov, saj je na področju finančnih storitev vzpostavila načelo vzajemnega priznavanja dovoljenj in drugih predpisov, ki omogočajo prost pretok enot premoženja investicijskih skladov na ozemlju Evropske unije. Drugi namen je bil doseči enotni trg na področju investicijskih skladov. UCITS poenostavljeno pomeni splošno poimenovanje odprtih

investicijskih skladov, ki so ponujeni širšemu krogu ljudi, in so usklajeni z evropsko smernico iz leta 1985 in njenimi kasnejšimi dopolnili. Seveda pa lahko vsaka država ustanovi tudi druge oblike investicijskih skladov, vendar se ti skladi ne smejo tržiti v drugih državah članicah. V tem primeru govorimo o neharmoniziranih (nekvalificiranih) investicijskih skladih, med katere prištevamo zaprte investicijske sklade, posebne sklade za institucionalne investitorje in nepremičninske sklade.

Direktiva predpisuje naslednjo sestavo naložb vzajemnega sklada ob upoštevanju naslednjih omejitev (Huber, 2004, str. 52):

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

Zakoni posameznih držav članic Evropske unije, ki urejajo to področje, omenjeno direktivo dopolnjujejo in jo natančneje definirajo. Direktiva sama po sebi nima obligacijske narave, saj ne navaja nikakršnih določb glede sankcij v primeru kršitev določenih postavk zakona. Usklajevanje nacionalnih zakonodaj s tega področja zahtevam teh direktiv bo omogočilo večjo zaščito vlagateljev in lažje trženje enot premoženja v ostalih državah članicah, kar bo zagotavljalo red in preglednost v vedno večji konkurenci in ponudbi najrazličnejših investicijskih skladov.

Usklajevanje lokalnih zakonodaj v državah Evropske unije z Evropsko Direktivo (85/611/EEC) omogoča (The New UCITS Directive explained, 2003):

- povečati pogoje konkurenčnosti in jih približati razmeram na evropskem kapitalnem trgu;
- učinkovitejšo in bolj poenoteno zaščito vlagateljev;
- lažje odstranjevanje administrativnih preprek in omejitev pri cirkuliranju kapitalnih tokov med državami članicami;

- lažje trženje in prodaja enot investicijskih skladov posamezne države članice v drugih državah članicah EU in obratno;
- ustanovitev splošnih pravil in postopkov pri ustanavljanju, nadzoru nad poslovanjem in zagotavljanjem varnosti ter izdajanja poročil javnosti oziroma vlagateljem.

2. 4. 2. Delo nadzornih institucij

Evropsko panogo investicijskih skladov nadzorujejo lokalne agencije, komisije ali uradi za nadzor tega področja finančnega sistema. V vsaki državi imajo tovrstne organizacije oziroma nadzorne institucije drugačen organizacijski ustroj, drugačno ime, predvsem pa drugačne pristojnosti, sicer pa opravljajo vsi nadzorno funkcijo kapitalskega trga. Povezovanje evropskih držav v skupnost Evropske unije posledično kaže tudi na povezovanja finančnih trgov oziroma tesnejše sodelovanje, povezovanje in združevanje nadzornih teles v teh državah (Frangež, 2003, str. 32-34).

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

Na podlagi določil direktive UCITS je investicijski sklad podvržen nadzoru tiste države od koder prihaja, seveda pa se morajo držati tržnih zakonitosti države, v kateri tržijo in 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 torej nujno potrebno.

3. Luksemburg – finančni center

Spodbudno podjetniško okolje, dobra finančna infrastruktura ter ugoden geografski položaj so vplivali na vsesplošen zgoden in hiter razvoj Luksemburga. Februarja 1959 je bil, v skladu s takratno luksemburško zakonodajo, ustanovljen prvi luksemburški investicijski sklad (Fonds commun de placement – FCO), kot posledica razširitve davčnega režima, ki je veljal do tedaj le za holdinška podjetja, tudi na področje investicijskih skladov. Ustanavljanje in razvoj holdinških podjetij je predstavljalo enega od glavnih dejavnikov, ki so Luksemburgu pomagali do razcveta finančnega sektorja. Trg vzajemnih skladov v Luksemburgu pa je doživel razcvet šele konec osemdesetih let, danes pa so luksemburški SICAVi v mednarodnem merilu najbolj razširjena pravno-formalna oblika odprtega investicijskega sklada (Delbecque, 2002, str. 28-30) .

V letu 1998 je postal Luksemburg prva članica Evropske unije, ki je v svojo zakonodajo vključil EU direktivo na področju upravljanja investicijskih skladov (UCITS - angl. Directive on Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities, slov. Kolektivni naložbeni podjem za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje). Sodobna, usklajena zakonodaja je predstavljala za Luksemburg konkurenčno prednost pred drugimi državami, kar je posledično pomenilo, da velja danes za enega od treh najpomembnejših finančnih centrov na svetu (poleg Pariza in Washingtona). Še v letu 1970 je bil luksemburški finančni sektor nekoliko pomembnejši, kot posamezna finančna področja v drugih evropskih državah. Skozi desetletja so finančna področja v vseh državah pridobivala na pomenu, še zlasti velik nesorazmerni porast pa je zabeležila prav država Luksemburg. Danes predstavlja finančni sektor najpomembnejše gonilo luksemburškega gospodarstva, neposredno prispeva prek 25 odstotkov dodane vrednosti, zaposluje okoli 12 odstotkov vse delovne sile in ustvari prek 40 odstotkov vseh davčnih prejemkov. Finančni sektor predstavlja za državo najpomembnejšo gospodarsko dejavnost države, zelo pomembno vlogo ima tudi pri zunanjetrgovinskem ravnotežju, saj presežek iz naslova izvoza finančnih storitev uspešno pokriva primanjkljaj na drugih področjih (Luxembourg investment funds sector, 2005).

Ugoden vpliv na množično razširjenost panoge investicijskih skladov ima vsekakor tudi luksemburška davčna zakonodaja, saj lahko rečemo, da je Luksemburg davčni raj za vlagatelje v investicijske sklade. SICAVi niso podvrženi davčnemu režimu, torej se ne plačuje davka tako na sredstva v upravljanju, kot tudi ne na realizirano donosnost. Podvrženi so le plačilu davka ob ustanovitvi sklada v višini 1.200 evrov in letnega prispevka v višini med 0,01 in 0,06 odstotkov glede na vrednost sredstev sklada, odvisno od vrste sklada (Evropska unija, 2004).

Konec leta 2004 je bilo v Luksemburgu registriranih 1.968 investicijskih skladov, od tega 1.226 krovnih skladov (umbrella funds), v okviru katerih je delovalo še 7.134 podskladov, ki delujejo kot samostojni skladi. Torej lahko potencialni vlagatelji izbirajo med skupno 7.876 različnimi investicijskimi skladi, s prav tako raznolikimi naložbenimi politikami (CSSF, 2005).

ALFI (*Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement*) je uradno predstavniško telo, ki predstavlja združenje luksemburške panoge investicijskih skladov. Združenje je bilo ustanovljeno novembra 1988, z namenom predstavljati in razširjati informacije o delovanju industrije investicijskih skladov.

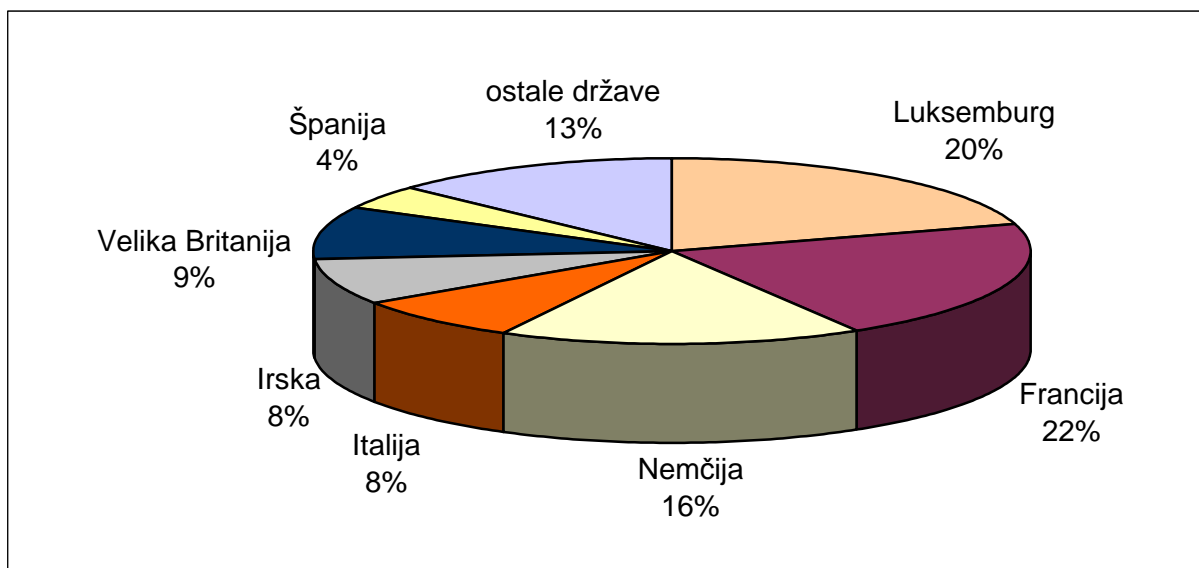
Tabela 2: Število investicijskih skladov in sredstva v upravljanju po posameznih letih

leto	število investicijskih skladov	število krovnih skladov	sredstva v krovnih skladih (v mio EUR)	število podskladov	skupno število skladov	sredstva v vseh IS (v mio EUR)
1990	805	264	26.051	1.186	1.727	72.244
1991	898	312	46.869	1.398	1.984	103.049
1992	1.041	364	76.852	1.660	2.337	167.442
1993	1.175	437	130.181	2.037	2.775	247.078
1994	1.283	511	151.639	2.490	3.262	247.502
1995	1.329	573	174.423	2.841	3.597	261.798
1996	1.384	632	221.981	3.187	3.939	308.605
1997	1.426	711	296.124	3.903	4.618	391.766
1998	1.521	797	384.292	4.454	5.178	486.843
1999	1.630	913	604.875	5.119	5.836	734.518
2000	1.785	1.028	739.072	6.238	6.995	874.586
2001	1.908	1.129	797.800	6.740	7.519	928.447
2002	1.941	1.190	724.800	7.055	7.806	844.508
2003	1.870	1.180	820.893	6.819	7.509	953.302
2004	1.968	1.226	936.496	7.134	7.876	1.106.222

Vir: Luxembourg investment funds sector, 2005.

Luksemburški skladi so konec leta 2004 upravljali s 1.106,2 milijardami evrov, kar je za dobrih 16 odstotkov več kot konec leta 2003.

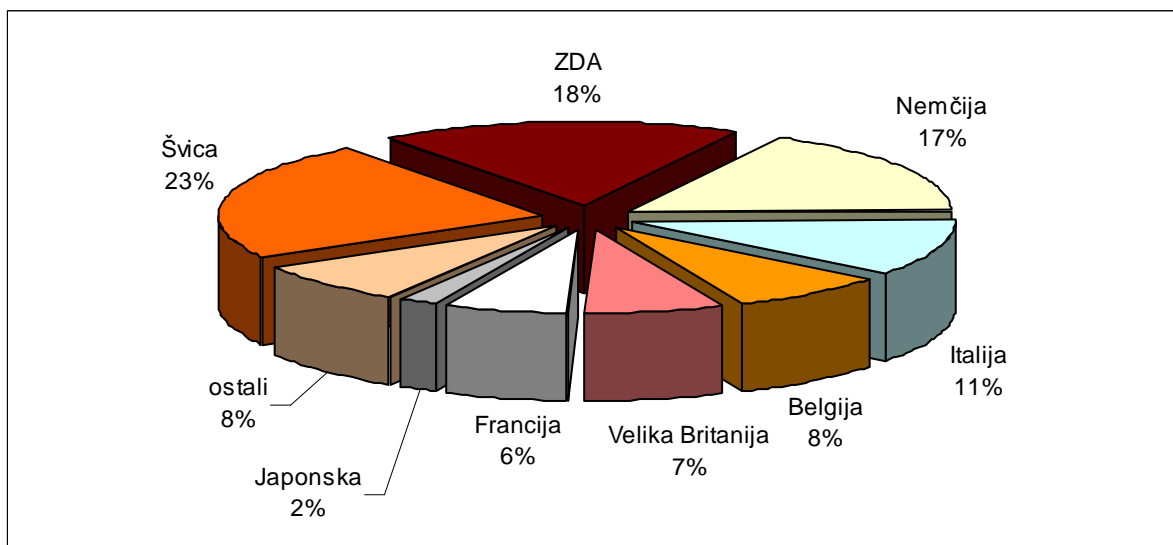
Slika 4: Evropski trg investicijskih skladov (glede na sredstva v upravljanju) – julij 2004



Vir: Luxembourg investment funds sector, 2005

Luksemburški trg investicijskih skladov je dokaj odprt. Pobudniki ustanovitve skladov, ki delujejo v Luksemburgu, prihajajo iz več kot 40 držav in jih je prek 672. Trženje in prodaja investicijskih skladov SICAV pa poteka v več kot 140-ih državah po vsem svetu. Luksemburg velja za najpomembnejšega posrednika pri distribuciji lokalnih skladov zunaj svojih meja. 40 od TOP 50 skladov trži svoje sklade v najmanj osmih različnih državah po celem svetu.

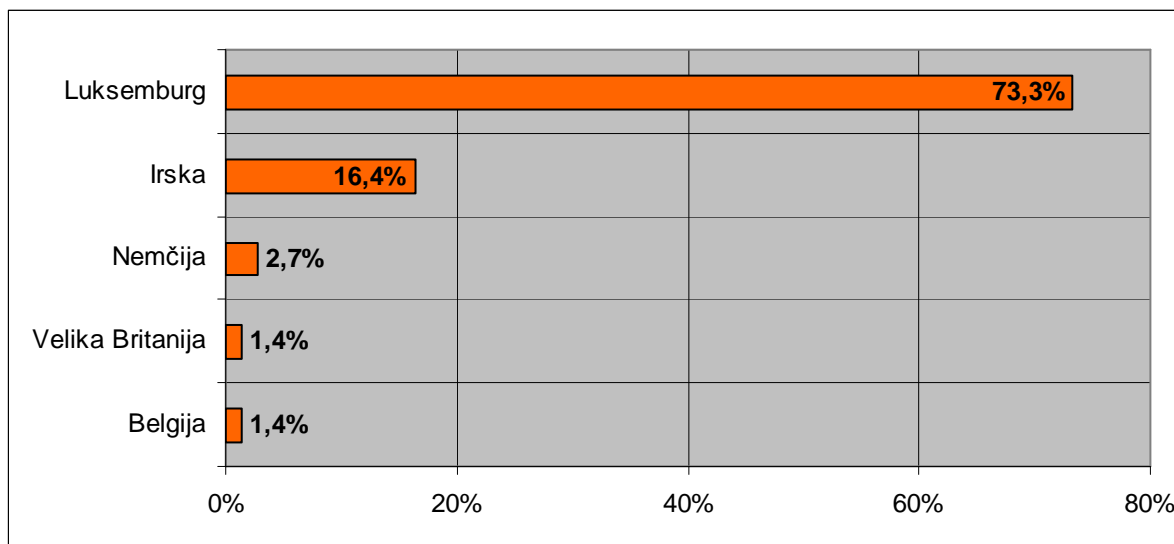
Slika 5: Ustanovitelji luksemburških SICAV skladov (glede na državo izvora) – julij 2004



Vir: Luxembourg investment funds sector, 2005

Luksemburg predstavlja tudi prek 73 odstotni tržni delež glede na trženje in prodajo investicijskih skladov, s sedežem v Luksemburgu, znotraj držav Evropske unije oziroma držav, ki imajo svoje zakonodaje usklajene z Direktivo EU na področju investicijskih skladov (UCITS).

Slika 6: Trženje investicijskih skladov (UCITS) v še najmanj dveh državah poleg Luksemburga na dan 31. 12. 2003



Vir: Annual report 2003, 2005

Tabela 3: Investicijski skladi glede na naložbeno politiko (31. 12. 2003)

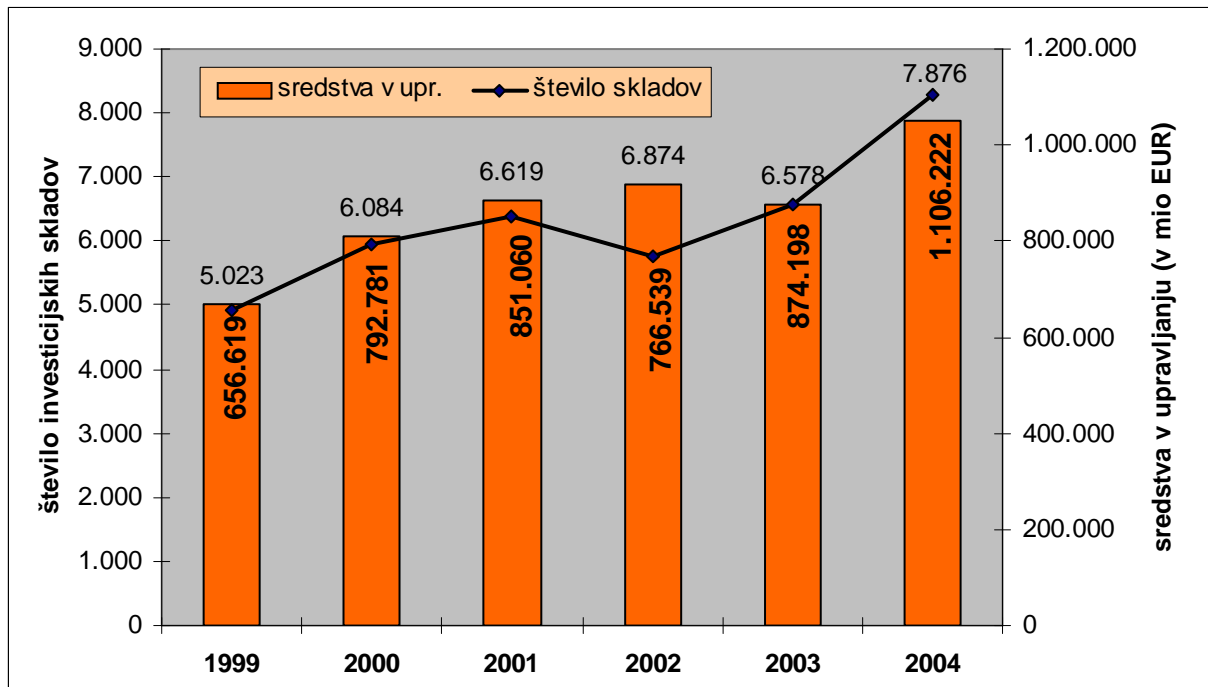
Vrsta sklada	število skladov	sredstva v upravljanju (v mio EUR)	delež posamezne vrste IS (število IS)	delež posamezne vrste IS (sredstva v upr.)
Obvezniški	2.488	355.567	32,4%	32,1%
Delniški	2.896	369.045	37,7%	33,4%
Uravnoteženi	876	74.582	11,4%	6,7%
Sklad skladov	1.164	86.349	15,2%	7,8%
Denarni	182	208.193	2,4%	18,8%
ostali	73	12.486	1,0%	1,1%
SKUPAJ	7.679	1.106.222	100,0%	100,0%

Vir: Annual report 2003, 2005

Za vsakega, še tako izbirčnega vlagatelja se najde pravi sklad, saj se med seboj razlikujejo glede pričakovane donosnosti, tveganosti in razpršenosti svojega premoženja med različne naložbe. Poznamo delniške, obvezniške, uravnotežene, denarne, sektorsko naravnane sklade (geografsko, glede na gospodarsko področje, velikost podjetja, drugo), sklade, ki investirajo svoja sredstva v izvedene vrednostne papirje (terminske pogodbe, opcije, drugo), sklade skladov, nepremičninske sklade, sklade tveganega kapitala, hedge sklade in ostale.

Vsi luksemburški skladi so registrirani, regulirani in nadzorovani s strani finančnega regulatorja in luksemburškega regulatorja trga vrednostnih papirjev (*The Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF*).

Slika 7: Pregled sredstev v upravljanju in števila investicijskih skladov v Luksemburgu med leti 1999 in 2004 (na dan 31. december)



Vir: Worldwide Mutual Fund Assets and Flows, 2005

Luksemburg ima mnogo vzpodbudnih prednosti, da je postal pomemben center za ustanovitve, upravljanje in trženje investicijskih skladov:

- strateški položaj države – srce Evrope, blizu najpomembnejših trgov, v katera investirajo skladi svoja sredstva,
- politična, ekonomsko-gospodarska in socialna stabilnost države,
- prost pretok kapitala,
- ugodno pravno in davčno poslovno okolje,
- trden finančni center,
- učinkovit nadzor nad kapitalnim trgom,
- visoko izobražen kader,
- prepoznaven in uveljavljen borzni trg,
- dolgoletne izkušnje pri upravljanju investicijskih skladov.

Luksemburške oblasti so si prizadevale zagotoviti sodobno zakonodajo in ustrezno pravno okolje za področje investicijskih skladov.

V Luksemburgu obstajajo naslednje skupine in vrste investicijskih skladov:

- Glede na pravno obliko investicijskega sklada: vzajemni sklad (*Fonds Commun de Placement – FCP*); Open-End Investment Company – OEIC (*Société d'Investissement à Capital Variable - SICAV*); Closed-End Investment Company – CEIC (*Société d'Investissement à Capital Fixe - SICAF*) in Sklad tveganega kapitala (*Société d'Investissement en Capital à Risque - SICAR*).
- Glede na strukturo sklada: klasičen vzajemni sklad in krovni sklad (*umbrella fund*).
- Glede na produkt: UCITS (usklajen z Direktivo EU); Non-UCITS (neusklajen z Direktivo EU); Posebni skladi (institucionalni); ETF (*Exchange Traded Funds*) in pokojninski skladi.
- Glede na investicijsko politiko sklada: delniški; obvezniški; uravnoreženi; denarni (vsebuje kratkoročne vrednostne papirje); skladi z določenimi sektorskimi naložbenimi politikami investiranja (glede na poslovno panogo, geografsko področje, velikost podjetja, ...); skladi, ki investirajo v izvedene vrednostne papirje; skladi skladov; alternativni investicijski skladi; nepremičninski skladi; skladi tveganega kapitala in drugi.
- Glede na valuto: EU (evro); US (dolar); GB (funt); CH (franc); Južno-afriški rand in druge.
- Glede na strukturo stroškov: vstopna provizija (*subscription fee*); izstopna provizija (*redemption fee*); upravljavska provizija (*management fee*); provizija, glede na uspešnost sklada (*performance fee*) in spremenljiva provizija, ponavadi vstopna (*variable commissions*).
- Glede na jamstvo vlog: brez jamstva; zajamčeno povračilo dela vplačila; zajamčeno povračilo celotnega vplačila; zajamčena določena stopnja rasti vplačanega premoženja.
- Glede na upravljalca naložb: soupravljanje večih družb za upravljanje (*multi-manager funds*); upravljanje s pomočjo t.i. poolov in drugo.

4. Société d'Investissement à Capital Variable – SICAV¹

4. 1. Predstavitev

SICAV (*Société d'Investissement à Capital Variable*) je luksemburška odprta investicijska družba s spremenljivim delniškim kapitalom (v nadaljevanju »družba«). Ustanovljena je z začetnim kapitalom, ki je razdeljen na določeno število delnic brez nominalne vrednosti, za neomejen čas trajanja kot javna delniška družba (*société anonyme*) v skladu z določbami I. dela Zakona o kolektivnih naložbenih podjetjih z

¹ Velik del poglavja povzet iz internih gradiv KD Group d.d.

dne 20. decembra 2002 (v nadaljnjem besedilu »Zakon iz leta 2002«) in Zakona o gospodarskih družbah (z dne 10. avgusta 1915).

SICAV deluje kot krovni sklad, kar pomeni, da ga sestavljajo podskladi (compartments), vsak pa predstavlja poseben razred sredstev in obveznosti ter ima samostojno naložbeno politiko ali drugo posebno značilnost. Krovna struktura ponuja vlagatelju prednost, da lahko izbira med različnimi podskladi, in se giblje od enega sklada do drugega. Družba predstavlja enotno pravno osebo, vendar se sredstva vsakega podsklada vlagajo v izključno korist delničarjev posameznega podsklada in aktiva posameznega podsklada se obračunava samo za pasivo in obveznosti tega podsklada. Delnice podskladov, ki kotirajo na luksemburški borzi, so zanimive tako za male kot za institucionalne vlagatelje. Družba zagotovi delničarjem ustrezna sredstva za udeležbo v strokovno upravljanem portfelju prenosljivih vrednostnih papirjev, predvsem lastniških finančnih instrumentov in obveznic.

Glavni cilj delniških podskladov je uresničitev dolgoročne rasti kapitala. Ti podskladi imajo dolgoročna naložbena obdobja, zato je treba nakup enot teh podskladov jemati kot dolgoročne naložbe. Glavni cilj obvezniških podskladov pa je zagotoviti visok dohodek skupaj z zaščito kapitala s preudarnim upravljanjem naložbe. Ti podskladi imajo srednjeročna naložbena obdobja, zato je treba nakup enot teh podskladov jemati kot srednjeročne naložbe. Vlagatelji, ki želijo investirati svoja sredstva v posamezen podsklad, morajo skrbno proučiti svoje portfeljske cilje, svoje potrebe po likvidnosti in svojo potrebo po čim večjem zmanjšanju tveganja velikih izgub in se na podlagi tega odločiti za vstop v najprimernejši podsklad.

Statuti vseh SICAVOV so objavljeni v *Mémorial C, Recueil des Sociétés et Associations*. Statut in "notice légale" posamezne družbe sta vložena v registru okrožnega sodišča v Luksemburgu. Družbe so registrirane in vpisane v Luksemburški trgovski register.

Uprava oziroma svet direktorjev družbe se lahko kadar koli odloči, da oblikuje nove podsklade. Ko je nov podsklad oblikovan, se izda posodobljena izdaja prospektov, ki zagotavljajo vlagateljem vse ustrezne informacije. Uprava lahko delničarjem predlaga tudi, da se kateri od podskladov zapre (likvidacija sklada).

4. 2. Ustanovitev, vodenje in upravljanje

Pri SICAVu ne gre za klasično ustanovitev investicijskega sklada, kot jo poznamo pri klasičnih vzajemnih skladih. Navadno gre za dva pobudnika oziroma sponzorja ustanovitve. Prvi sponzor ustanovitve, je ponavadi finančna družba, ki deluje znotraj Evropske unije, drugi pobudnik ustanovitve pa mora biti družba za upravljanje, s

sedežem v Luksemburgu. Za pridobitev dovoljenja mora pobudnik na luksemburško komisijo za nadzor finančnega sektorja priložiti: člene za ustanovitev sklada; prospekt sklada (celoten prospekt in izvleček prospekta); dokumente za trženje skladov, ki bodo poslani investitorjem; ime skrbniške banke; ime zunanje revizijske hiše; dokaz, da bo sedež sklada v Luksemburgu; ime in življenjepis direktorja in distribucijski načrt, z navedenimi državami in tipi investitorjev.

Uprava oziroma svet direktorjev je v celoti odgovorna za upravljanje in vodenje družbe in njenih podskladov, za odobritev ustanavljanja novih podskladov ter uvedbe in spremljanje njihovih naložbenih politik in omejitev. Po pogojih pogodbe o storitvah uprava imenuje glavnega upravljalca za splošno upravljanje poslov in zadev družbe pod celovito kontrolo in nadzorom uprave. Glavni upravljalec je odgovoren za obdelavo izdaje in odkupa delnic družbe in dogovore za njihovo poravnavo, izračun neto vrednosti premoženja na delnico, vodenje evidenc in druge splošne administrativne funkcije.

Namen glavnega upravljalca je oblikovanje in upravljanje kolektivnih naložbenih podjetij v skladu z luksemburško zakonodajo. Ta deluje tudi kot domicilni in registracijski posrednik in posrednik družbe za prenos vrednostnih papirjev. Pogodba med njima se sklone za nedoločen čas, katera koli stranka pa jo lahko prekine z obvestilom drugi z v statutu določenim odpovednim rokom. Glavni upravljalec je upravičen do letne provizije v določenem odstotku od neto premoženja družbe. To provizijo plača družba na koncu vsakega meseca in temelji na povprečnem neto premoženju podsklada v določenem mesecu.

Glavni upravitelj je upravičen tudi do prejema povračila morebitnih gotovinskih izdatkov, ki so povezani z družbo, in se zaračunajo družbi in provizije za druge občasno dogovorjene storitve. Glavni upravljalec pa ni dolžan zagotavljati skladnosti družbe z njeno naložbeno politiko in omejitvami, saj je za to odgovorna uprava družbe.

Pri določanju vrednosti sredstev družbe se glavni upravljalec opira na informacije, ki jih dobi iz ustreznih virov oblikovanja cen (vključno z upravljalci sklada, upravitelji in borznimi posredniki). Če ne gre za očitno napako in ob ustreznem upoštevanju standarda skrbnosti dobrega gospodarja, glavni upravljalec ni odgovoren za natančnost vrednotenja, ki jih zagotavljajo taki viri oblikovanja cen. Glavni upravljalec se lahko popolnoma in izključno zanese na vrednotenja, ki jih priskrbi, in odobri uprava. Uprava in pobudniki ustanovitve družbe prevzamejo dokončno odgovornost za katero koli napako v vrednotenju in nadomestilo vsake izgube za družbo in njene delničarje, ki bi jo lahko povzročila. Uprava SICAVa imenuje družbo za upravljanje za pomoč pri določanju splošne politike upravljanja vsakega podsklada. Družba za upravljanje je za svoje storitve upravljanja, ki jih lahko na lastne stroške in v svojem

nadzoru in odgovornosti prenese na upravitelja naložbe, upravičena do provizije, ki jo plača družba na koncu vsakega meseca, in temelji na povprečnem neto premoženju podsklada v ustreznem mesecu.

Pri večini SICAVov, družba za upravljanje, v skladu s pogoji pogodbe o upravljanju naložbe, imenuje borznoposredniško družbo, ki ima dovoljenje za izvajanje investicijskih storitev v imenu svojih strank, pa tudi za trgovanje za lasten račun. Njena glavna dejavnost je upravljanje portfeljev naložb v skladu s pooblastilom vlagateljev za vsako stranko posebej. Ukvarja se tudi s sprejemanjem in izvajanjem naročil strank in z investicijskim svetovanjem. Upravitelj naložb lahko po lastni presoji pridobiva in odprodaja vrednostne papirje podskladov pod nadzorom in odgovornostjo uprave in družbe za upravljanje v skladu z navedenimi cilji in omejitvami vlaganja. Upravitelj naložb je upravičen do prejema provizije za upravljanje, ki se izplača iz provizije družbe za upravljanje kot nagrada za njegove storitve. To nagrado plača družba za upravljanje na koncu vsakega meseca in temelji na povprečnem neto premoženju vsakega podsklada v posameznem mesecu. Poleg tega pavšalnega honorarja se iz sredstev družbe plača upravitelju naložb tudi provizija za uspešnost. Obračunava se glede na dogovorjeni primerjalni donos (navadno gre za referenčne borzne indekse v posameznih državah, odvisno od naložbene politike posameznega podsklada).

Družba za upravljanje sklene s skrbnikom pogodbo o opravljanju skrbniških storitev. Skrbniška banka mora na podlagi te pogodbe zagotavljati pravilno izračunavanje provizij sklada, opravljati storitve hrambe vrednostnih papirjev ter vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev, skrbeti da poteka poslovanje v skladu s predpisi, v zakonsko določenih rokih in v skladu s statutom investicijske družbe. Po pogojih pogodbe o skrbništvu se imenuje banko za skrbnika in plačilnega zastopnika družbe, ki je v tej funkciji odgovorna za plačila morebitnih razdelitev in plačilo odkupne cene delnic družbe. Skrbništvo premoženja družbe se zaupa banki, ki izpolnjuje obveznosti in dolžnosti (Zakon iz leta 2002). V skladu z običajno bančno prakso lahko na svojo odgovornost zaupa del ali vsa sredstva, ki so ji dana v skrbništvo, drugim bančnim institucijam ali finančnim posrednikom.

Skrbnik je dolžan:

- zagotavljati korektnost poslovanja in izpolnjevati zakonske obveznosti pri upravljanju investicijskih skladov, družbe za upravljanje,
- zagotoviti, da se prodaja, izdaja, ponoven odkup in preklic delnic, ki se opravi s strani družbe ali v njenem imenu, izvede v skladu z Zakonom iz leta 2002 in statutom družbe,
- zagotoviti, da se pri poslih, v katere je vključeno premoženje družbe, plačilo povrne v običajnih rokih,
- zagotoviti, da se prihodek družbe uporabi v skladu s statutom družbe.

V svoji vlogi skrbniške banke in plačilnega zastopnika je skrbniška banka upravičena do letne provizije v določenem odstotku povprečnega neto premoženja družbe, ki je določen v statutu družbe.

Družba za upravljanje imenuje posrednika za trženje in distribucijo delnic družbe. Ponavadi gre za borznoposredniško družbo, ki je določena za pooblaščenega zastopnika ali distributerja za delnice družbe v državah zunaj Luksemburga, v kateri želi tržiti svoje produkte. Zahteve za vpis, odkup in zamenjavo lahko delničar naslovi prek pooblaščenega zastopnika, distributerja ali neposredno družbi. Pooblaščen zastopnik zagotavlja storitve pooblaščenega zastopnika za razdeljene delnice ob upoštevanju pogojev pooblaščenega zastopnika in pogodbe o razdelitvi. Na podlagi te pogodbe je v delniško knjigo vpisan pooblaščen zastopnik in ne vlagatelj ali vlagatelj, ki so vpisali delnice družbe. Pogoji pogodbe o pooblaščenem zastopniku med drugim zagotavljajo, da so vlagatelji, ki so vpisali delnice družbe, vedno upravičeni zahtevati prenos zakonitega lastništva delnic, na podlagi česar so potem vlagatelji vpisani v delniško knjigo. Pooblaščen zastopnik oziroma distributer je upravičen, da prejme kot nagrado za svoje storitve določene provizije: provizija za izdajo, odkupna in distribucijska provizija, ki se ponavadi razlikuje od posamezne vrste posameznega podsklada (delniški, obvezniški).

Uprava družbe je vsako leto dolžna pripraviti tudi letno poročilo družbe. Letno poročilo in poslovanje podskladov mora revidirati ena od neodvisnih revizorskih družb. Revizor poda pozitivno mnenje na celotno poslovanje. Največkrat so mnenja revizorja tudi priloga letnega poročila družbe.

Družba vsako leto skliče redno letno skupščino delničarjev, ki je ponavadi na sedežu družbe ali na katerem koli drugem naslovu v Luksemburgu, ki mora biti naveden v obvestilu. Obvestila za vse skupščine se pošljejo po pošti vsem registriranim delničarjem na njihov naslov, naveden v delniški knjigi, najmanj 8 dni pred skupščino. Če je to po zakonu potrebno, se obvestila objavijo v *Mémorial C* in v luksemburških časopisih ter tistih drugih časopisih, ki jih določi uprava. V teh obvestilih se navede čas in kraj skupščine, pogoje za udeležbo, dnevni red in luksemburške zahteve glede sklepčnosti in večine. Delničarji določenega podsklada lahko kadar koli skličejo skupščino z namenom, da se posvetujejo o zadevi, ki se nanaša samo na njihov podsklad. Na skupščinah ima vsak delničar pravico do enega glasu za vsako svojo celo delnico. Delničar katerega koli določenega podsklada je upravičen na vsaki ločeni skupščini delničarjev tega podsklada do enega glasu za vsako svojo celo delnico tega podsklada. Če uprava na letni skupščini predlaga delničarjem katerega koli podsklada izplačilo dividend, je znesek take dividende v okviru zakonskih in statutarnih omejitev, ki so predvidene v ta namen. Družba lahko po lastni presoji uprave izplača tudi vmesne dividende v skladu z veljavno zakonodajo.

Družba vsako leto objavi natančno poročilo o svoji dejavnosti in upravljanju svojega premoženja, vključno z bilanco stanja in izkazom uspeha, podrobno razčlenitvijo sredstev vsakega podsklada in revizorjevim poročilom in ga pošlje delničarjem, ponavadi v štirih mesecih od konca obdobja, na katero se nanaša. Poleg tega se na koncu vsakega polletja objavi vmesno poročilo, ki se navadno pošlje v dveh mesecih od konca polovice leta, na katerega se nanaša.

Neto vrednost premoženja na delnico se dnevno objavlja v časopisih ali drugih elektronskih medijih, prav tako lahko vlagatelji kadarkoli dobijo to informacijo na sedežu družbe. Vlagateljem so na sedežu družbe na voljo kopije statuta, prospektov, finančnih poročil in seveda pogodbe, ki urejujejo razmerje med družbo in drugimi udeleženci (skrbnik, plačilni zastopnik, glavni upravljalec, upravitelj naložb, pooblaščen zastopnik in drugi).

Glavni upravljalec ne sme razkriti nobenih zaupnih informacij o vlagatelju, razen če mora to storiti po zakon ali predpisu. Vlagatelj soglaša, da lahko glavni upravljalec osebne podatke, ki so vsebovani na obrazcu prijave, in ki izhajajo iz poslovnega odnosa z glavnim upravljalcem, shrani, spremeni ali uporabi na drug način za namen upravljanja in razvijanja poslovnega odnosa z vlagateljem. V ta namen se lahko podatki prenašajo družbam, ki jih imenuje glavni upravljalec za podporo poslovnemu odnosu (kot na primer zunanjim centrom za obdelavo, zastopnikom za odpremo ali plačilnim zastopnikom).

4. 3. Cilj in politike vlaganja

Izključni cilj družbe in vseh njenih podskladov je investirati sredstva, ki jih ima na voljo, v prenosljive vrednostne papirje in druga dovoljena sredstva katere koli vrste z namenom razpršiti tveganja in omogočiti svojim delničarjem kar se da najboljše rezultate upravljanja sredstev. Naložbe vsakega podsklada morajo biti v vsakem trenutku skladne z naložbeno politiko tega podsklada. Uprava družbe ima na podlagi načela razpršitve tveganja pooblastilo, da določi podjetniško in naložbeno politiko za naložbe vsakega podsklada, referenčno valuto podsklada in smer vodenja upravnih in poslovnih zadev družbe. Naložbe posameznega podsklada lahko vsebujejo le naslednje vrste vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov v določenem obsegu, ki opredeljujejo naložbeno politiko podsklada, in so določeni v prospektu družbe: lastniški vrednostni papirji, dolžniški vrednostni papirji (dolgoročni), dolžniški vrednostni papirji (kratkoročni), depoziti pri kreditnih institucijah, instrumenti denarnega trga, enote odprtih skladov, devizni posli (neposredna gotovinska menjava ali termenske pogodbe), izvedeni finančni instrumenti (hedging posli, opcije in termenske pogodbe na borzne indekse, prenosljive vrednostne papirje, obrestne mere).

4. 4. Delniški kapital

Kapital SICAVa je vedno enak neto vrednosti premoženja vseh podskladov. Družba ustanovi ločene protiračune, od katerih vsak pomeni podsklad (Zakona iz leta 2002, čl. 133), katerega sredstva se investirajo v skladu s posebno naložbeno politiko posameznega podsklada, in predstavljajo poseben razred ali razrede delnic. Na podlagi zakonodaje so pravice vlagateljev in upnikov v zvezi s podskladom ali tiste, ki nastanejo z ustanovitvijo, delovanjem ali likvidacijo podsklada, omejene na sredstva tega podsklada.

Kapital družbe predstavljajo delnice, izdane brez nominalne vrednosti, in so v celoti vplačane. Spremembe kapitala se izvedejo po zakonu in ni določb, ki bi zahtevale objavo in vpis v trgovski register. Minimalni kapital družbe znaša 1,25 milijonov evrov, ki mora biti zbran v 6-tih mesecih od datuma, ko je družba pooblaščen kot kolektivni naložbeni podjem za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje v skladu z luksemburško zakonodajo, torej od dneva prejema dovoljenja s strani CSSF. Število delnic, ki jih lahko izda SICAV ali kateri od podskladov, ni omejeno.

SICAV praviloma ne dovoljuje naložb, ki so povezane s tržnimi praksami časovnih razporeditev, ker lahko tovrstne prakse škodljivo delujejo na interese delničarjev. Na splošno se tržna časovna razporeditev nanaša na naložbeno obnašanje posameznika ali skupine posameznikov, ki kupujejo, prodajajo ali zamenjujejo delnice ali druge vrednostne papirje na podlagi vnaprej določenih tržnih kazalnikov.

Uprava oziroma svet direktorjev je pooblaščen za izdajo delnic vsakega podsklada kadarkoli in brez omejitev, hkrati pa uprava določi tudi minimalno raven vpisa za vsak podsklad. Poznamo dve vrsti vpisa delnic:

- obdobje začetnega vpisovanja (vpisovanje za začetno ponudbo delnic posameznega podsklada po določeni začetni vpisni ceni) in
- naknadno vpisovanje.

Pravilno izpolnjeni in podpisani vpisni obrazci, ki jih prejme družba najpozneje do 15.30 ure (po luksemburškem času) na datum vrednotenja, se obravnavajo na podlagi ustrezne neto vrednosti premoženja, ugotovljeni na tak datum vrednotenja, povečan za provizijo za izdajo, ki ne presega pet odstotkov neto vrednosti premoženja na delnico, izplačljivo pooblaščenemu zastopniku. Zahteve, prejete po 15.30 uri (po luksemburškem času), se zadržijo do naslednjega datuma vrednotenja, da se izvedejo po cenah, ki veljajo na ta dan. Vpisi se torej opravijo po neznani neto vrednosti premoženja, vpisana sredstva pa so plačljiva v treh delovnih dneh po datumu vrednotenja v referenčni valuti podsklada.

Delnice se izdajo samo v imenski obliki, za katere se delničarjem pošlje potrditev o vknjižbi v delniško knjigo, in so v necertificirani obliki. Delne pravice do imenskih delnic pa se zaokrožijo, navadno na tri decimalna mesta natančno. Delniška knjiga se vodi na sedežu družbe, potrdila pa se vpisnikom ali njihovim bankam pošljejo v desetih delovnih dneh po veljavnem datumu vrednotenja. Neto vrednost premoženja se dnevno objavlja v določenih tiskanih in elektronskih medijih, podatek pa zainteresirani vlagatelji kadarkoli dobijo na sedežu družbe.

Delnice vsakega podsklada so prosto prenosljive in dajejo pravico do enake soudeležbe v dobičku in likvidacijskem izkupičku, ki pripada temu podskladu. Delnice brez nominalne vrednosti, ki morajo biti v celoti vplačane, ne vsebujejo nobenih prednostnih ali predkupnih pravic, vsaka pa je upravičena do enega glasu na vseh skupščinah delničarjev in vseh sejah posameznega podsklada. Deli delnic nimajo volilnih pravic, vendar so udeleženi v razdelitvi dividend in likvidacijski razdelitvi.

Na podlagi luksemburške zakonodaje so strokovnjakom finančnega sektorja naložene obveznosti, da preprečujejo, da bi se skladi uporabljali kot družbe za namene pranja denarja. V tem smislu je bil uveden postopek za identifikacijo vlagateljev. Fizične osebe morajo obrazcu prijave vlagatelja za nakup priložiti overjeno kopijo potnega lista ali osebne izkaznice, pravne osebe pa morajo priložiti overjeno kopijo statuta in izvleček iz trgovinskega ali sodnega registra. Tovrstni identifikacijski postopek lahko glavni upravitelj opusti v primeru vpisa prek posredniškega razidenta v državi, ki nalaga enake identifikacije obveznosti, ki jih zahteva luksemburški zakon za preprečevanje pranja denarja.

Delnice vseh podskladov je možno zamenjati za delnice drugega podsklada po ceni, ki je enaka ustrezni neto vrednosti premoženja na delnico posameznih podskladov in proviziji za menjavo, ki pokriva stroške zamenjave – ta znaša največ 0,5 % neto vrednosti premoženja na delnico željenega podsklada, ki se plača ciljnemu podskladu. Enaki odstotki provizije za menjavo v korist podskladov se uporabljajo za vse prijave za zamenjavo, opravljene na isti datum vrednotenja.

Število delnic novega podsklada, ki se dodelijo vlagatelju, se izračuna po formuli:

$$N = [(A \times B) - D] \times E / C$$

Kjer je:

- N število delnic novega podsklada, ki se dodelijo in izdajo
- A število delnic prvotnega podsklada
- B neto vrednost premoženja prvotnega podsklada
- C neto vrednost premoženja novega podsklada
- D provizija za menjavo
- E faktor za zamenjavo valute, ki se uporablja na dan zamenjave med valutami obeh podskladov

Po izvedeni zamenjavi družba obvesti delničarje o številu novih delnic, dobljenih z zamenjavo, in njihovi ceni, saj se zamenjave opravijo po neznani neto vrednosti premoženja. Prenos imenskih delnic se izvede tako, da se družbi dostavi instrument prenosa v primerni obliki. Ob prejemu zahteve za prenos lahko družba potem, ko pregleda overitev, zahteva, da za podpis(e) jamči pooblaščen bank, borzni posrednik ali notar.

Vsak delničar lahko kadarkoli s pisnim obvestilom družbi zahteva, da družba odkupi del ali vse njegove delnice, ki se s tem tudi prekličejo. Zahteva za odkup je nepreklicna in mora vsebovati število delnic, ki naj se odkupijo, podsklad in navodilo za plačilo kupnine odkupa. Odkupi se opravijo po neznani neto vrednosti premoženja. Plačilo odkupljenih delnic pa se opravi v treh delovnih dneh po datumu vrednotenja. Če v izjemnih okoliščinah likvidnost katerega koli določenega podsklada ne zadošča, da bi se plačilo izvedlo v tem tridnevnem roku, se plačilo opravi takoj po tem, ko je to praktično izvedljivo, ves čas pa se morajo vlagatelji zavedati, da je odkupna cena lahko višja ali nižja od cene, ki jo je plačal delničar v času vpisovanja, odvisno od povečanja ali zmanjšanja vrednosti premoženja.

4. 5. Izračun neto vrednosti premoženja

Neto vrednost premoženja vsakega podsklada je enaka skupnim sredstvom tega podsklada, zmanjšanim za vse njegove obveznosti. Neto vrednost premoženja (net asset value - "NAV") na delnico vsakega podsklada se izračuna vsak delovni dan v Luksemburgu ("datum vrednotenja"), za kar je odgovorna uprava družbe. Neto vrednost premoženja vsakega podsklada je izračunana in izražena v valuti ustreznega podsklada, pri SICAV-ih je to navadno v evrih in se določi glede na katerikoli datum vrednotenja tako, da se neto premoženje družbe, ki ustreza vsakemu podskladu (kar je vrednost sredstev družbe, ki ustreza temu podskladu, zmanjšana za obveznosti, ki se pripišejo temu podskladu), deli s številom delnic ustreznega podsklada, ki takrat še niso plačane. V izogib dvomu je enota referenčne valute najmanjša enota te valute (če je referenčna valuta evro, je enota cent).

Premoženje vsakega podsklada vključuje gotovino v blagajni, menice in zapise, vse vrednostne papirje, delnice, obveznice, zadolžnice, opcije ali pravice do vpisa in vse druge naložbe in vrednostne papirje, ki pripadajo družbi, vse dividende, vse obračunane obresti in vse drugo dovoljeno premoženje katere koli vrste in narave, vključno z aktivnimi časovnimi razmejitvami.

Obveznosti družbe pa vključujejo vsa posojila, menice in obveznosti do dobaviteljev, vse zapadle obresti na posojila družbe, vse zapadle ali plačljive izdatke (kar med drugim vključuje tudi upravne stroške, provizije za upravljanje, vključno s stimulacijami, če se zaračunavajo, skrbniškimi provizijami in provizijami zastopnikov podjetja),

ustrezno rezervacijo za prihodnje davke, ki temelji na kapitalu in prihodkih na datum vrednotenja, kot jo občasno določi družba, in vse druge obveznosti družbe katere koli vrste in narave, prikazane v skladu s splošno sprejetimi računovodskimi načeli (ustanovitvene izdatke, provizije, ki se plačajo upraviteljem naložbe, naložbenim svetovalcem, honorarje in izdatke za revizorje in računovodje, skrbnika, posrednika za prenos vrednostnih papirjev, borznega posrednika, vsakega plačilnega zastopnika, pooblaščenega zastopnika in drugo).

Delnice, ki se odkupijo, se štejejo za izdane in obstoječe delnice do zaključka ustreznega datuma vrednotenja. Odkupna cena se šteje od zaključka datuma vrednotenja in do končnega plačila kot ena od obveznosti družbe. Vsaka delnica, ki jo izda družba po zahtevi za vpis, se načeloma šteje za izdano delnico od zaključka ustreznega datuma vrednotenja. Njena cena se šteje za dolgovano družbi do končnega plačila. Glede odnosov med delničarji se vsak podsklad obravnava kot posebna enota, ki ima brez omejitev svoje lastne prispevke, kapitalske dobičke in kapitalske izgube, pristojbine in izdatke. Družba predstavlja enotno pravno osebo, seveda pa je do tretjih strank, zlasti do upnikov družbe, vsak podsklad izključno odgovoren za vse obveznosti, ki se mu pripisujejo.

Družba si pridržuje pravico, da na kateri koli datum vrednotenja ne sprejme navodila za odkup ali preusmeritev več kakor 10 odstotkov skupne vrednosti delnic izdaje katerega koli podsklada. V teh okoliščinah lahko uprava izjavi, da bo odkup dela ali vseh delnic, ki presegajo 10 odstotkov, za katere je bil zahtevan odkup ali preusmeritev, odložen za obdobje, za katero direktorji menijo, da je v najboljšem interesu podsklada, in ne presega dobe enega meseca.

Družba lahko začasno ustavi določanje neto vrednosti premoženja enega ali več podskladov in izdajo, zamenjavo in odkup delnic. Možnih razlogov je več: zaprte borze, okvara komunikacijskih sredstev, računanja, nelikvidnost družbe za plačilo odkupljenih delnic sklada, nezmožnost ugotovitve cene v določenem trenutku, v katerih koli drugih okoliščinah, ko bi lahko opustitev povzročila, da bi imeli družba ali njeni delničarji davčne obveznosti ali druge denarne neugodnosti ali drugo škodo, ki bi jo lahko družba ali njeni delničarji sicer utrpeli. Zaustavitev izračunavanja neto vrednosti premoženja katerega koli podsklada ne vpliva na vrednotenje drugih podskladov, razen če so prizadeti tudi ti podskladi.

O vsaki taki zaustavitvi mora družba obvestiti vse obstoječe delničarje, pa tudi tiste delničarje, ki zahtevajo odkup ali zamenjavo svojih delnic na dan, ki sledi njihovi zahtevi. Do vpisovanja in odkupa se lahko zahteve umaknejo po pisnem obvestilu, če glavni upravljavec dobi ta obvestila pred koncem zaustavitve. Tovrstne zahteve se upoštevajo na prvi datum vrednotenja, ki sledi koncu zaustavitve.

4. 6. Tveganja

Na borznem in zunaj borznem trgu izvedenih finančnih instrumentov je SICAV izpostavljen:

- *tržnemu tveganju*, ki ga predstavlja nevarnost negativne spremembe vrednosti pogodbe o izvedenih finančnih instrumentih kot posledica spremembe tečaja ali vrednosti temeljnih finančnih instrumentov,
- *likvidnostnemu tveganju*, ki ga predstavlja nevarnost, da je udeležena stranka nezmožna poravnati svoje tekoče obveznosti,
- *upravljalškemu tveganju*, ki ga predstavlja nevarnost, da je notranji sistem obvladovanja tveganj udeležene stranke neprimeren ali da je stranka nesposobna primerno nadzorovati tveganja pri trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti,
- *valutnemu tveganju*, ki se kaže v spremembah devizno menjalnih tečajev, in ki vplivajo na vrednost delnic.

Udeleženci na zunaj borznem trgu so izpostavljeni *kreditnemu tveganju* nasprotne strani. To je poglobitni dejavnik tveganja na zunaj borznem trgu, saj se je v večini primerov vsaka stranka prisiljena zanašati na stalno zmožnost nasprotne stranke, da poravna svoje obveznosti. Nasprotno pa se je kreditnemu tveganju nasprotne stranke možno izogniti na borznem trgu prek knjižnega obračuna medsebojnih terjatev, tako da se kreditno tveganje nasprotne stranke prenese s sklada na klirinško hišo. Udeleženci na zunaj borznem trgu so prav tako izpostavljeni nevarnosti, da ne bi mogli pravno uveljavljati dolžnosti izpolnitve obveznosti nasprotne strani.

Tveganja obstajajo tudi na strani investitorjev, ki morajo biti ustrezno informirani o negotovostih in tveganjih, povezanih z naložbami in transakcijami s prenosljivimi vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi instrumenti. Investitorji ne smejo pozabiti, da lahko cena delnic in dohodka, ki ga te prinašajo, pade ali naraste in da se lahko zgodi, da delničarji ne dobijo nazaj celotnega vložene zneska. Pretekli donosi niso nujno pokazatelj prihodnjih donosov in delnice je treba razumeti kot srednje do dolgoročno investiranje svojih sredstev.

Vsi podskladi so podrejeni tržnim ali valutnim nihanjem in tveganjem, ki so značilna za vse naložbe. Zato ni mogoče dati nobenega zagotovila, da bo investirani kapital posameznika ohranjen, ali da bo prišlo do kapitalskega povečanja.

Družba lahko v vsakem podskladu za prenosljive vrednostne papirje in instrumente denarnega trga uporabi tehnike in instrumente za varovanje pred tveganjem. Kadar se te operacije nanašajo na uporabo izvedenih instrumentov, so pogoji in omejitve, ki se uporabljajo, navedeni v pravilih vlaganja. V nobenih okoliščinah pa tovrstne

operacije ne smejo povzročiti, da bi se podsklad oddaljil od svojih naložbenih ciljev, ki so določeni v prospektu. Za varovanje pred tveganjem lahko družba uporablja tehnike in instrumente, ki se nanašajo na opcije, finančne terminske posle in sorodne opcije ter valutne transakcije.

Družba uporablja proces obvladovanja tveganj, kar ji omogoča, da z upraviteljem naložbe spremlja in kadarkoli izmeri tveganje stanj in njihovega prispevka k skupnemu profilu vsakega podsklada. Družba ali upravitelj naložbe po potrebi lahko uporabi tudi proces za natančno in neodvisno ocenitev vrednosti katerega koli izvedenega finančnega instrumenta na prostem trgu.

4. 6. Davki

Dohodek ali kapitalski dobički družbe v Luksemburgu niso obdavčeni. Edini davek, ki velja za družbo v Luksemburgu, je "taxe d'abonnement" po stopnji 0,05 % letno na podlagi neto vrednosti premoženja vsakega podsklada na koncu ustreznega četrletja, ki se izračunava in plačuje četrletno. Ta davek se ne uporablja za delež sredstev podsklada, vložen v druge luksemburške kolektivne naložbene podjeme, ki so že podrejeni temu davku. Za vse podsklade, ki vključujejo le institucionalne vlagatelje, se davek obračuna po stopnji 0,01 % letno. Tisti podskladi, ki vlagajo izključno v instrumente denarnega trga v skladu s 129. členom Zakona iz leta 2002 o kolektivnih naložbenih podjetjih, so dolžni plačevati davek po znižani stopnji 0,01 % letno. Za dohodke iz obresti in dividend, ki jih prejme družba, se lahko v državah izvora obračuna nevračljivi davčni odtegljaj. Družba je lahko poleg tega obdavčena na realizirano ali nerealizirano kapitalsko povečanje vrednosti svojih sredstev v državah izvora.

V Luksemburgu tudi delničarji navadno niso davčni zavezanci oziroma ne plačujejo davka na kapitalske dobičke, na dohodek, akontacije davka, davka na darila, posest, dediščino ali drugih davkov, razen tistih delničarjev, ki imajo domicil, so rezidenti ali imajo stalno bivališče v Luksemburgu in razen nekaterih nekdanjih rezidentov Luksemburga in nerezidentov, če imajo več kakor 10 odstotkov delniškega kapitala družbe, ki ga v celoti ali delno odprodajo v šestih mesecih od pridobitve.

Svet Evropske unije je 3. junija 2003 sprejel Direktivo Sveta 2003/48/ES o obdavčitvi dohodka od prihrankov. Po tej direktivi bodo morale države članice Evropske unije ("države članice") davčnim organom druge države članice zagotoviti podatke o plačilu obresti ali podobnem dohodku, ki ga plača oseba v okviru njihove pristojnosti posameznemu rezidentu v drugi državi članici ob upoštevanju pravice nekaterih držav članic (Avstrija, Belgija in Luksemburg), da se namesto tega v prehodnem obdobju odločijo za sistem davčnega odtegljaja pri takih plačilih. Trenutno je negotovo, ali in do kakšnega obsega bodo dividende, ki jih razdeli družba, in

kapitalski dobički, ki jih delničarji dosežejo s prodajo delnic, predmet takega poročanja ali odtegljaja pri viru.

4. 7. Likvidacija

Če kapital družbe pade pod dve tretjini minimalnega kapitala, mora družba sklicati skupščino delničarjev, na kateri obravnavajo razpustitev družbe. Vsak sklep o likvidaciji družbe mora biti sprejet z večino delnic, ki so navzoče ali zastopane na skupščini. Kadar delniški kapital pade pod eno četrtno minimalnega kapitala, mora uprava družbe sklicati izredno skupščino delničarjev, da sprejmejo sklep o likvidaciji družbe. Na tej skupščini lahko sklep o likvidaciji družbe sprejmejo delničarji, ki imajo skupaj eno četrtno navzočih ali zastopanih delnic.

Družbo lahko razpusti skupščina delničarjev po pogojih, ki so določeni z zakonom o spremembi statuta družbe. Vsak sklep o razpustitvi družbe se objavi v *Mémorial C* v skladu z zakonskimi zahtevami. Takoj ko je sprejet sklep o razpustitvi družbe, se izdaja delnic prepove v vseh podskladih in velja za nično, odkup delnic je še naprej možen pod pogojem, če je delničarjem v postopku odkupa zagotovljena enaka obravnava. V primeru razpustitve družbe likvidacijo opravijo eden ali več likvidatorjev, ki so lahko posamezniki ali pravne osebe, in jih imenuje skupščina delničarjev, ki določi tudi njihova pooblastila in nadomestilo. Likvidacija se izvede v skladu z Zakonom iz leta 2002 o kolektivnih naložbenih podjetjih, ki opredeljuje, kako se razdeli neto iztržek likvidacije, zmanjšan za sorodne stroške in izdatke; tak neto iztržek se razdeli delničarjem v sorazmerju z njihovimi pravicami.

Skupščina delničarjev podsklada lahko z enako večino in zahtevanim kvorumom, kakor je potrebno za spremembo statuta, odloči, da preklicuje delnice zadevnega podsklada in povrne delničarjem vrednost njihovih delnic. Takoj, ko je sprejet sklep o razpustitvi enega od podskladov družbe, se prepovesta izdaja delnic tega podsklada in zamenjava v delnice tega podsklada in veljata za nična, toda odkup delnic je še naprej možen, če je delničarjem zagotovljena enaka obravnava.

V enakih okoliščinah, kakor so predvidene zgoraj v zvezi z likvidacijo podskladov, se lahko uprava odloči, da zapre kateri koli podsklad z združitvijo z drugim podskladom družbe v nov podsklad. Sklep o združitvi ali likvidaciji podsklada se lahko sprejme tudi na skupščini delničarjev določenega podsklada. Podobno se lahko uprava odloči za reorganizacijo katerega koli podsklada tudi z delitvijo na dva ali več ločenih podskladov. Sklep mora prav tako potrditi skupščina delničarjev.

5. SKLEP

Investicijski skladi so finančne ustanove, ki so namenjene zbiranju denarja vlagateljev in investiranju zbranih sredstev v različne naložbe. Vlagatelji investirajo svoje prihranke v investicijske oziroma vzajemne sklade z namenom oplemenitenja svojega premoženja. Zaradi številnih prednosti, od varnosti, strokovnega upravljanja sredstev, velike razpršenosti sredstev v različne vrednostne papirje do številnih drugih prednosti, predstavljajo skladi alternativo neposrednemu investiranju na (svetovnih) borzah oziroma drugim načinom investiranja svojih finančnih presežkov, kot sta na primer individualno upravljanje premoženja, varčevanje v bančnih depozitih in drugo (Munda, 2003, str 5). Gre predvsem za dolgoročno varčevanje malih investorjev, ki so pomemben dejavnik za razvoj celotnega gospodarstva.

Čeprav je zgodovina vzajemnih skladov v Sloveniji zelo kratka, postaja varčevanje v investicijskih oziroma vzajemnih skladih, tudi med Slovenci čedalje bolj priljubljena oblika varčevanja. Če pogledamo razširjenost varčevanja v vzajemnih skladih v drugih državah, glede na raven bruto domačega proizvoda na prebivalca vidimo, da je v Sloveniji dejansko še veliko prostora za rast. Povprečen Portugalec je imel konec leta 2004 v vzajemnih skladih nekaj manj kot 2.000 evrov, povprečen Slovenec pa le dobrih 400 evrov (Vir: Worldwide Mutual Fund Assets and Flows, 2005; Country/Economic/State and Territory Fact Sheets, 2005). Lep primer je tudi Grčija, kjer znaša investicija povprečnega Grka v vzajemne sklade kar 2.600 evrov, v Španiji 4.740 evrov, v Italiji 6 in v Avstriji kar 8 tisoč evrov.

Mnenja poznavalcev so, da je v Sloveniji še mnogo prostora za rast oziroma odločitev najširših množic ljudi za tovrstne investicije (Sovdat, 2004, str. 18). Predvidevam, da bo v prihodnje prihajalo do vedno večje konkurence na trgu investicijskih oziroma vzajemnih skladov, tako z novo, dodatno ponudbo domačih, kot s prihodom tujih upravljalcev in njihovih investicijskih skladov. Velike globalne skupine podjetij, ki prihajajo v Slovenijo prek lastniških deležev v slovenskih bankah, zavarovalnicah, borznoposredniških družbah v zadnjega pol leta skoraj vsak mesec na slovenski trg vzajemnih skladov ponudijo nekaj novih, tujih, največkrat v Luksemburgu ustanovljenih investicijskih skladov. To je bil tudi poglobitni razlog, da sem se odločil in v diplomskem delu tudi predstavil poslovanje, značilnosti in posebnosti SICAV skladov, za katere pričakujem, da se bodo v naslednjih letih v veliki meri razširili tudi v Sloveniji. Večja konkurenca na področju ponudbe investicijskih skladov bo vsekakor pozitivno vplivala na razvoj slovenskega trga, vlagateljem bo omogočena večja možnost izbire med vzajemnimi skladi, z različnimi investicijskimi politikami. Vsekakor pa bo večja konkurenca omogočala večjo kakovost opravljenih storitev družb za upravljanje.

V Evropski uniji, katere članica smo postali sredi leta 2004, predstavlja dejavnost investicijskih skladov že dlje časa osnovno gibalno razvoja in rasti na finančnem sektorju. UCITS skladi so usklajeni z najnovejšo evropsko zakonodajo na področju investicijskih skladov in družbah za upravljanje, njihov portfelj pa sestavljajo prenosljivi lastniški, dolžniški vrednostni papirji in seveda tudi drugi finančni instrumenti in instrumenti denarnega trga. Tudi ZISDU-1 in njegovi podzakonski akti so usklajeni s pravnim redom Evropske unije, z Direktivo UCITS III.

Investicijski skladi, predvsem na področju zahodne Evrope, upravljajo visoke vsote sredstev in še vedno rastejo. Francija, Nemčija in Luksemburg imajo vodilno vlogo na evropskem trgu investicijskih skladov. Francija je vodilna pred Nemčijo, Luksemburg pa ohranja vodilno vlogo glede domicilnosti pan-evropskih investicijskih skladov. Skupaj predstavljajo skoraj dve tretjini evropskega trga investicijskih skladov. Na področju samih vzajemnih skladov pa predstavljajo tri največje evropske igralce Francija, Luksemburg in Italija.

Varnost predstavlja eno od najpomembnejših postavk, saj gre nenazadnje za prihranke vlagateljev. Investicijski skladi predstavljajo varno naložbo, saj je v večini držav tovrstno področje zelo dosledno regulirano. Nad poslovanjem družb za upravljanje in skladov bdijo lokalne Agencije za trg vrednostnih papirjev. Za preglednost vlaganja v investicijske sklade je poskrbljeno z rednimi poročili, ki so jih skladi dolžni pripravljati in objavljati v javnih medijih.

Tudi Slovenija je z vstopom v skupen evropski trg pridobila nove razvojne možnosti na področju razvoja skladov, kar ji bo omogočilo dohiteti razviti evropsko tržišče tovrstne industrije.

Literatura

1. Androjna Roman: Kakšne vzajemne sklade lahko pričakujemo na podlagi ZISDU in na podlagi izkušenj v tujini. 6. Borzni fokus. Ljubljana : Ljubljanska borza, 2002, str. 1-5.
2. Bernard Delbecque: Europe's Fund Market Trends and Prospects. Funds Europe Limited, London, 2002, 1, str. 28-30.
3. Bogle John C.: New Perspectives for the Intelligent Investor. New York : Dell Publishing, 1994. 320 str.
4. Bohorč Aleksandra: Investicijski skladi in družbe za upravljanje v Sloveniji ter nova zakonodaja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 43 str.
5. Dimovski Vlado: Upravljanje investicijskih skladov. Ekonomski vidik upravljanja. Zbornik 3. Letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 1995, str. 105-115.
6. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
7. Frangež Ana: Prilagajanje investicijskih skladov ureditvi Evropske Unije. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 38 str.
8. Fredman Albert J., Wiles Russ: How mutual Fund Work. New York : New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
9. Huber Rok et al.: Razcvet vzajemnih skladov. Kapital, Ljubljana, 14(2004), 347, str. 42-59.
10. Jesenek Mateja: Tuji vzajemni skladi – kako jih najti in kupiti točke. Moje Finance, Ljubljana, 4(2004), 4, str. 25-26.
11. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. Maribor : Kapital, 2002. 78 str.
12. Matthias Steffen: A new directive for UCITS but still no single market. Funds Europe Limited, London, 2002, 1, str. 14-15.
13. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Učno gradivo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 125 str.
14. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
15. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
16. Munda Mirko: Prednosti varčevanja v vzajemnem skladu. 7 dni, Maribor, 2003, 43, str. 5-6.
17. O vzajemnih skladih. KD Točka, Ljubljana, 2003, 1, str. 2-3.
18. Pinterič Jan: Spet zanimivi vzajemni skladi. Gospodarski Vestnik, Ljubljana, 12(2002), 8, str. 86.
19. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
20. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija 1. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.

21. Rugg Donald D.: The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds. Homewood : Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
22. Sharpe William F., Alexander Gordon J., Bailey Jeffery V.: Investments. Englewood Cliffs : Prentice-Hall International, 1995. 1085 str.
23. Sovdat Petra: Tečaji delnic so že evropski. Moje Finance, Ljubljana, 4(2004), 4, str. 18-20.
24. Štraus Aleksander Sašo, Ribič Mirjana, Jagodic Zvone: Borza vrednostnih papirjev. 1. izdaja. Ljubljana : Novi Forum, 1995. 104 str.
25. Zorman Gašper: Tujina ni več greh. Družinski delničar. Ljubljana, 2003, 9, str. 24.
26. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne) uspeh in za koga. Postojna : Založba Dej, 1999. 421 str.

Viri

1. Annual Report 2003. Luxembourg : ALFI. [URL: http://www.alfi.lu/en_index.hcsp], 12. 4. 2005.
2. Annual Report 2003. Luxembourg : Banque Centrale du Luxembourg. [URL: http://www.bcl.lu/en/publications/rapports_annuels/AR_2003/Annual_Report_2003.pdf], 19. 12. 2004. 106 str.
3. Council directive 85/611/EEC of 20 decembre 1985 of the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS). [URL: <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l24036a.htm>], 14. 2. 2005.
4. Country/Economic/State and Territory Fact Sheets. [URL: <http://www.dfat.gov.au/geo/fs/>], 15. 3. 2005.
5. CSSF Newsletter. Luxembourg : Commission de Surveillance du Secteur Financier. [URL: <http://www.cssf.lu/docs/newsletter48eng.pdf>], 20. 1. 2005. 11. str.
6. Delavci med trgom in socialo. Tarča. Ljubljana : TV Slovenija, 22. 2. 2005.
7. Evropska direktiva o investicijskih skladih (85/611/EEC) z amandmaji. [URL: http://www.fefsi.org/unrestricted_area/EURegulation/NationalSupervisory/english.pdf], 12.12.2004. 44. str.
8. Evropska unija. [URL: http://www.evropska-unija.si/pages/evropska_unija/clanice/luksemburg.html], 12. 10. 2004.
9. Fact Book 2004. Luxembourg : The Luxembourg Stock Exchange. [URL: http://www.bourse.lu/contenu/docs/commun/services/Statistiques/FactBook2004_statistics.pdf], 23. 3. 2005.
10. Facts and Figures. Luxembourg : The Luxembourg Stock Exchange. [URL: http://www.bourse.lu/contenu/docs/EN/services/Statistiques/F_et_C_092004_en.pdf], 12. 1. 2005.
11. Fidelity. [URL: <http://www.fidelity-international.com/abaut/index.html>], 8. 3. 2005.

12. Fundamentals of Investing. Seattle : Scottrade University.
[URL: <http://www.scottrade.com/book/book4u.asp?pageNum=58>], 10. 1. 2005.
13. General Information on IOSCO. [URL: <http://www.iosco.org/about/>], 7. 1. 2005.
14. Individual Savings Accounts (ISAs). Investment Management Association (IMA).
[URL: <http://www.investmentfunds.org.uk/statistics/default.asp>], 11.12.2004
15. Interna gradiva KD Group d.d.
16. Legal and regulatory framework. Luxembourg : ALFI. [URL:
http://www.alfi.lu/en_index.hcsp], 24. 11. 2004.
17. Luxembourg investment funds sector. Luxembourg : ALFI. [URL:
http://www.alfi.lu/en_index.hcsp], 15. 1. 2005.
18. Osnutek prospekta za trajno ponudbo delnic KD DeLux. Ljubljana : KD Group,
september 2004.
19. Predlog Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) –
nujni postopek – EPA 589-III (Poročevalec DZ RS, št. 103/2002).
20. Quaterly economic report. Luxembourg : Statec.
[URL: http://www.statec.lu/html_en/statistiques/index.html], 22. 1. 2005.
21. Rakič Branko: 10 razlogov zakaj varčevati v vzajemnih skladih. [URL:
<http://www.finitesite.com/agroteam/skladi.html>], 10. 9. 2004.
22. Results as at 31 december 2004. Pariz : BNP Paribas Asset Management. [URL:
http://invest.bnpparibas.com/en/results/documents/2004_04_communique_EN.pdf], 15. 3. 2005. 34. str.
23. Standard&poors. [URL: <http://www.funds-sp.com/globalfunds/browse/rfs/database/index.cfm?dbid=4>], 1. 8. 2004.
24. Statec. [URL:
http://www.portrait.public.lu/en/economic_structures/structure/spotlights/financial_sector/development/graphe2_2_2_1_5.html], 8. 1. 2005.
25. Templeton. [URL: <http://www.franklintempleton.com>], 24. 9. 2004.
26. The New UCITS Directive explained. [URL: <http://www.fefsi.org>], 20. 11. 2004.
27. The State of the European Investment Funds Industry. Brussels : Fédération
Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI).
[URL: http://www.fefsi.org/unrestricted_area/frameset.htm], 7. 10. 2004.
28. Understanding Mutual Funds. [URL:
http://www.ici.org/statements/inv/bro_understanding_mfs_p.pdf], 25. 2. 2005. 50.
str.
29. Workshop on the 85/611/EEC UCITS directive for candidate countries. Gradivo
za seminar. Bruselj, 18. - 19. december 2002.
30. World development indicators database.
[URL: <http://devdata.worldbank.org/query/default.htm>], 31.12.2002.
31. Worldwide Mutual Fund Assets and Flows.
[URL: http://www.ici.org/stats/mf/ww_12_04.html#TopOfPage], 12. 4. 2005

32. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97, 32/97, 10/98, 26/99, 56/99, 110/02, 73/03 – sklep US, 32/04 – avtentična razlaga in 42/04).
33. Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99).

Slovar pojmov in tujih izrazov

Slovar pojmov

datum vrednotenja - delovni dan, na katerega se izračunava neto vrednost premoženja in na katerega je mogoče delnice vpisati, odkupiti ali zamenjati, kot je nadalje opisano v poglavju 2.2. "Trgovanje z delnicami"

delnica - vsaka delnica v katerem koli razredu podsklada

Direktiva 85/611/EGS - Direktiva Sveta z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje, kakor je bila spremenjena

distributer - subjekt ali oseba, ki jo družba občasno ustrezno imenuje za razdelitev ali organizacijo razdelitve delnic

diverzifikacija - razpršitev

druga država - katera koli evropska država, ki ni država članica, in katera koli država v Ameriki, Afriki, Aziji, Avstraliji in Oceaniji

družba - SICAV, ki vključuje tudi vse podsklade

država članica - država članica Evropske unije

instrumenti denarnega trga - instrumenti, s katerimi se normalno posluje na denarnem trgu, ki so likvidni in imajo vrednost, ki se lahko kadar koli natančno določi

KNP - kolektivni naložbeni podjetje(i)

KNPVP - kolektivni naložbeni podjetji za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje, ki jih ureja Direktiva KNPVP

neto vrednost premoženja na delnico - vrednost na delnico katerega koli razreda delnic, določena v skladu z ustreznimi določbami, opisanimi pod naslovom "Izračun neto vrednosti premoženja"

organiziran trg - organiziran trg, kot je opredeljen v Direktivi Sveta 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev ("Direktiva 93/22/EGS"), in sicer trg, ki se pojavlja na seznamu organiziranih trgov, ki ga sestavi vsaka država članica, ki redno deluje, je zanj značilno dejstvo, da predpisi, ki jih izdajo ali odobrijo pristojni organi, opredeljujejo pogoje za delovanje na trgu, pogoje za dostop na trg in pogoje, ki jih mora izpolnjevati finančni instrument, preden se lahko z njim učinkovito posluje na trgu, in se zahteva skladnost z vsemi zahtevami glede poročanja in preglednosti, ki jih določa Direktiva 93/22/EGS

podsklad - posebni portfelj sredstev in obveznosti družbe, ki imajo svojo lastno neto vrednost premoženja in predstavljajo poseben razred ali razrede delnic

pogodba o upravljanju naložbe - pogodba, s katero družba za upravljanje imenuje upravitelja naložbe

prenosljivi vrednostni papirji - delnice družb in drugi vrednostni papirji, enakovredni delnicam družb; obveznice in druge oblike v vrednostne papirje

zamenjanega dolga; vsi drugi tržni vrednostni papirji, ki vsebujejo pravico do pridobitve katerega koli takega prenosljivega vrednostnega papirja z vpisom ali izmenjavo;

referenčna valuta - valuta denominacije ustreznega razreda delnic ali podsklada

rizičnost - tveganost

statut - Statut družbe, ki se lahko od časa do časa dopolni ali spremeni

svet direktorjev/direktorji - uprava

vlagatelj, investitor - vpisnik delnic (mali in institucionalni)

zakon iz leta 2002 - Luksemburški zakon z dne 20. decembra 2002 o kolektivnih naložbenih podjetjih

Slovar tujih izrazov

balanced fund – uravnoteženi sklad

bonds fund - sklad obveznic

common stock fund - sklad navadnih delnic

CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) - Luksemburški regulator trga vrednostnih papirjev

equity fund - sklad lastniških vrednostnih papirjev

go - go fund - visoko tvegan sklad

growth and income fund - sklad rasti in dohodka

growth fund – sklad rasti

income and growth fund - sklad dohodka in rasti

income fund - sklad dohodka

junk bonds fund - sklad visoko tveganih dolžniških vrednostnih papirjev

junk fund - sklad visoko donosnih obveznic

Mémorial - Mémorial C, Recueil des Sociétés et Associations (luksemburški uradni list)

money market fund - sklad kratkoročnih vrednostnih papirjev

municipal bonds fund - sklad občinskih obveznic

OECD - Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj

SICAV - Société d'Investissement à capital variable ("investicijska družba s spremenljivim delniškim kapitalom")

tax exempt fund - sklad brez obdavčenj

unit investment trust - sklad s fiksnim premoženjem