

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VZAJEMNI SKLADI KOT OBLIKA VARČEVANJA

Ljubljana, november 2001

KATARINA HEGLER

I Z J A V A

Študentka Katarina Hegler izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Vlada Dimovskega in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____.

Podpis:

KAZALO

UVOD.....	1
1. OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV.....	2
1.1. KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV.....	4
1.1.1. <i>Indeksni vzajemni skladi.....</i>	5
1.2. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V VS.....	6
1.3. DEJAVNIKI INVESTICIJSKIH SKLADOV IN NJIHOV VPLIV NA PODJETJA.....	7
1.4. VREDNOST PREMOŽENJA IN DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV.....	9
1.5. INVESTICIJSKO POSLOVANJE VZAJEMNIH SKLADOV.....	10
1.6. VLAGANJE V VZAJEMNE SKLADE.....	11
1.6.1. <i>Metoda povprečnega stroška.....</i>	12
2. ZAKONSKE DOLOČBE VZAJEMNIH SKLADOV.....	13
2.1. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE.....	13
2.1.1. <i>Opredelitev vzajemnega sklada.....</i>	14
2.1.2. <i>Opredelitev investicijske družbe.....</i>	15
2.1.3. <i>Naložbe investicijskih skladov.....</i>	16
2.1.4. <i>Objava informacij, nadzor, PDU in PID.....</i>	16
2.2. PROSPEKTI ZA JAVNO PONUDBO VP INVESTICIJSKEGA SKLADA.....	17
2.3. PRAVILA UPRAVLJANJA VZAJEMNEGA SKLADA.....	18
2.4. RAČUNOVODSKE REŠITVE V VZAJEMNIH SKLADIH.....	18
3. VARČEVANJE V VZAJEMNIH SKLADIH.....	19
3.1. DOLGOROČNO VARČEVANJE.....	20
3.2. PRIMERJAVA VS Z DRUGIMI OBLIKAMI VARČEVANJA.....	22
3.2.1. <i>Vlaganje v vzajemne sklade in v banko.....</i>	22
3.2.2. <i>Vlaganje v VS in investiranje v posamezne VP ali v osebni portfelj.....</i>	24
3.3. NAJDONOSNEJŠE NALOŽBE ZA SLOVENSKE VLAGATELJE V MINULIH LETIH.....	25
3.3.1. <i>Naši institucionalni vlagatelji.....</i>	26
4. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI IN V SVETU.....	27
4.1. TEČAJNICA.....	27
4.2. DONOSI SLOVENSkih VZAJEMNIH SKLADOV.....	29
4.2.1. <i>Najdonosnejši slovenski VS v zadnjih petih letih.....</i>	30
4.2.2. <i>Vzorec vzajemnih skladov.....</i>	31
4.2.3. <i>Revizijsko poročilo.....</i>	32
4.2.4. <i>Obseg naložb v VS v Sloveniji.....</i>	32
4.2.5. <i>Vzajemni skladi v letu 2000 in v prvem polletju leta 2001.....</i>	32
4.3. DONOSNOST NALOŽB SLO VS V PRIMERJAVI Z DONOSNOSTJO VS V TUJINI.....	34
5. PRIHODNOST VZAJEMNIH SKLADOV.....	37
5.1. SLABOSTI IN KRITIKA VZAJEMNIH SKLADOV.....	37
5.2. PROBLEMI, OVIRE IN SMERI RAZVOJA VZAJEMNIH SKLADOV.....	38
5.2.1. <i>Problemi vzajemnih skladov.....</i>	38
5.2.2. <i>Ovire razvoja vzajemnih skladov.....</i>	38
5.2.3. <i>Možne smeri razvoja vzajemnih skladov.....</i>	39
5.3. PRIHODNOST VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI.....	40
5.3.1. <i>Trenutno stanje in novosti na področju VS pri nas.....</i>	41
5.3.2. <i>Pričakovan razvoj na področju VS v Sloveniji.....</i>	41
5.4. VZAJEMNI POKOJNINSKI SKLAD.....	41
SKLEP.....	44
LITERATURA.....	46
VIRI.....	48
PRILOGE	

UVOD

Varčevanje v vzajemnih skladih postaja vse bolj zanimivo, zato sem se v mojem diplomskem delu odločila za analizo le-teh. Storitve vzajemnih skladov so v Sloveniji tako za potrošnike kakor tudi za ponudnike še dokaj nepoznane. Kljub temu, da se je prvi vzajemni sklad v Sloveniji pojavil že v začetku leta 1992, se v praksi še vedno srečujemo s težavami in nejasnostmi, pri upravljanju pa imamo malo izkušenj v nasprotju s tujino, kjer je vlaganje v vzajemne sklade že običajna praksa.

Namen mojega diplomskega dela je analizirati delovanje vzajemnih skladov kot oblike varčevanja, primerjava z drugimi oblikami varčevanja, predstavitev vzajemnih skladov predvsem v Sloveniji in primerjava med njimi, *cilj* pa je ugotoviti uspešnost in problematiko le-teh v primerjavi s tujino, razloge za nizka vlaganja pri nas, predstaviti novosti na področju vzajemnih skladov pri nas, njihovo praktično vrednost, prednosti takega varčevanja, predvidevanje in predloge za prihodnost. Za to tematiko sem se odločila tudi zato, ker imamo v Sloveniji relativno malo reprezentativnih raziskav o delovanju vzajemnih skladov. Bolj so dostopni podatki iz tujine (predvsem iz ZDA), vendar niso neposredno uporabni za naše razmere.

Diplomsko delo je sestavljeno iz petih poglavij. V *prvem poglavju* sem opredelila vzajemne sklade na splošno, klasifikacijo vzajemnih skladov, varčevanje v vzajemnih skladih pri nas in v tujini- teoretično, prednosti in slabosti varčevanja v vzajemnih skladih, investicijsko poslovanje vzajemnih skladov in tveganje, povezano z njim. V *drugem poglavju* sem predstavila pravila upravljanja vzajemnih skladov pri nas in zakonsko ureditev le-teh, prospekte za javno ponudbo in računovodske rešitve v vzajemnih skladih- teoretično. V *tretjem poglavju* sem primerjala varčevanje v vzajemnih skladih z drugimi oblikami varčevanja (z varčevanjem v banki, z neposrednimi naložbami v vrednostne papirje, z različnimi zavarovanji in z drugimi oblikami varčevanja). V *četrtem poglavju* sem se najprej osredotočila na vzajemne sklade v Sloveniji, njihov razvoj in trenutno stanje, primerjala sem uspešnost med njimi, predstavila sem tudi tečajnico in računovodske rešitve- praktično, nato pa sem opisala poslovanje vzajemnih skladov v tujini ter jih primerjala z našimi. V *zadnjem poglavju* pa sem opredelila novosti na področju vzajemnih skladov pri nas (glede zakonov, vzajemnega pokojninskega sklada), prihodnost vzajemnih skladov v Sloveniji, kakšno je trenutno stanje, probleme in ovire, ki se pojavljajo.

V diplomskem delu sem predstavila položaj vzajemnih skladov v Sloveniji. Le-ti imajo v primerjavi s tujimi precej kratko zgodovino poslovanja. Vzajemni skladi predstavljajo obliko dolgoročne naložbe, zato so lahko dobra izbira tolarskemu in deviznemu varčevanju ter individualnemu upravljanju premoženja. Družbe za upravljanje slovenskih vzajemnih skladov v finančnem časopisju vabijo k varčevanju v vzajemnih skladih in prikazujejo pretekle donose sredstev v njih. Slovenski vlagatelji so še precej zadržani za tovrstne naložbe, saj svoj denar raje zaupajo bankam, ki jim dajejo vnaprej znane donose in tveganja teoretično ni. Pri vzajemnih skladih pa vlagatelj nikoli ne ve, kolikšen donos bo na koncu, ko bo želel svoje prihranke dvigniti, imel. Nihče mu tega ne more zagotoviti vnaprej.

S premoženjem vzajemnih skladov profesionalno upravljajo strokovnjaki, ki natančno analizirajo poslovanje podjetij, poznajo trg in neprestano spremljajo situacije. Za drobnega vlagatelja, ki želi razpršeno naložbo, so vzajemni skladi prava oblika. V svetu se vse več institucionalnih vlagateljev odloča za tovrstne naložbe. Mislim, da se bo tudi pri nas nadaljevalo naraščanje sredstev v vzajemnih skladih, toda vprašanje je, kdaj bomo prišli na raven razvitih gospodarstev. Naložbe slovenskih vzajemnih skladov so precej omejene, vendar se te omejitve z novimi predpisi počasi manjšajo, saj lahko zdaj slovenski vlagatelji nalagajo svoje prihranke tudi v tuje vrednostne papirje in tuji vzajemni skladi v naše. To pomeni razvoj trga kapitala v Sloveniji.

Poudarek diplomskega dela je na raziskavi pomena in donosnosti slovenskih vzajemnih skladov v primerjavi z izbirnimi naložbami v Sloveniji (tolarsko varčevanje, devizno varčevanje, osebni portfelj, naložbe v posamezne delnice...) in primerjava donosnosti posameznih vzajemnih skladov pri nas in v tujini.

1. OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV

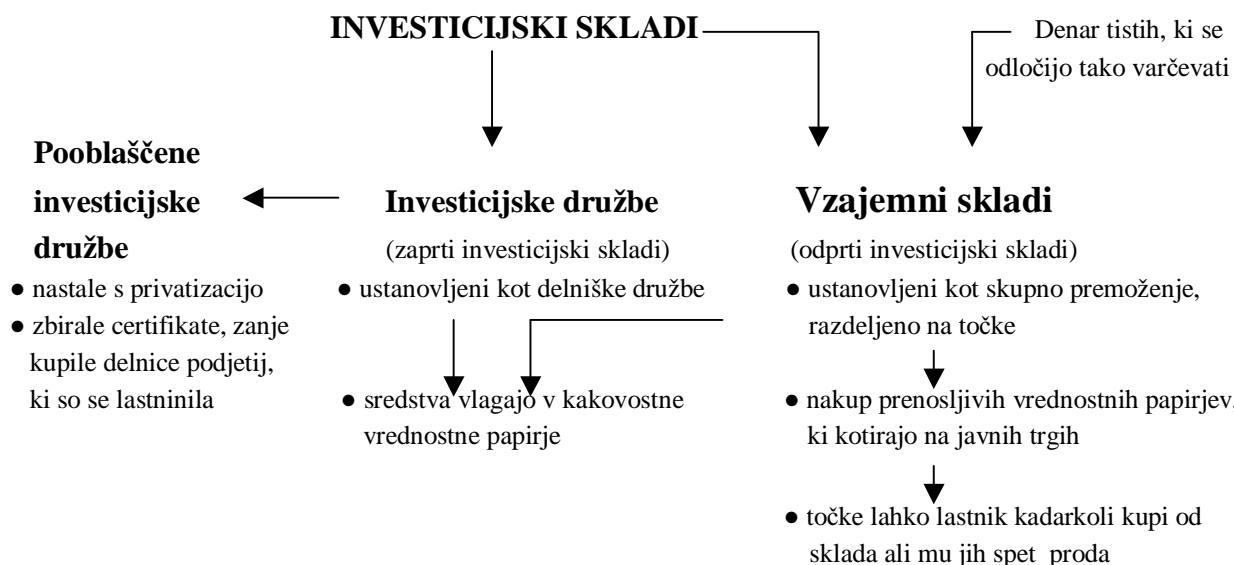
Vzajemni skladi (v nadaljevanju tudi VS) so t.i. odprti investicijski skladi, ki zbirajo prihranke tako, da varčevalci kupijo njihove delnice oziroma kupone. Odprti investicijski skladi se imenujejo zato, ker obseg izdanih delnic ni omejen in se jih vsak dan izda toliko, kolikor je po njih povpraševanja. Lastniki delnic lahko te delnice kadarkoli vnovčijo pri vzajemnem skladu po dnevni tržni vrednosti, vendar pa delnice sklada niso predmet prodaje in nakupa na trgu vrednostnih papirjev. Tako mora imeti vzajemni sklad vedno dovolj rezerv v denarju, da lahko delnice vnovči. Dividende na delnice vzajemnega sklada so odvisne od uspešnosti naložb VS in od dogovorjenih stroškov upravljanja s skladom (Mramor, 1993, str. 93).

Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote, investicijske kupone, ki se glasijo na ime in so neprenosljivi na drugo osebo. Imetnik investicijskega kupona ima naslednje pravice: pravico, da mu družba za upravljanje (DZU) na njegovo zahtevo izplača vrednost enot, na katero se glasi investicijski kupon, zmanjšano za izstopno provizijo; pravico do sorazmernega dela čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada; pravico do sorazmernega dela vrednosti sredstev po poplačilu vseh obveznosti v primeru likvidacije vzajemnega sklada.

Sklad si lahko predstavljamo kot torto. Ko si vlagatelj »odreže« kos, je udeležen na vseh plasteh- naložbah. Ta kos predstavlja premoženje posameznega vlagatelja. Naložbe v vrednostne papirje predstavljajo delnice, obveznice, zakladne menice ali blagajniški zapisi.

Investicijski sklad je institucija, ki združuje denarna sredstva velikega števila investorjev in jih zanje nalaga v različne vrednostne papirje (v nadaljevanju tudi VP) v okviru investicijskih ciljev, ki jih sklad vnaprej opredeli, ter njegove politike.

Slika 1: Investicijski skladi



Vir: Viršek, 2000, str. 12.

Tabela 1: Temeljne razlike med vzajemnim in zaprtim investicijskim skladom

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

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

Značilnosti vzajemnih skladov so: razpršitev naložb v veliko število vrednostnih papirjev (kar zniža tveganje in ohrani možnost relativno visokega donosa), dolgoročnost varčevanja v skladu (spodbujajo ga tudi revizije), vzajemni skladi niso pravne osebe in so v lasti oseb, ki so vanje vložile sredstva. Investitor v sklad vstopi tako, da pri upravljalcu vplača določeno število točk, lastništvo dokazuje investicijski kupon, vrednost točke pa morajo skladi izračunati vsak dan in jo objaviti. Ko investitor zapusti sklad, mu njegov upravljalet točke izplača po njegovi vrednosti ob izstopu. Provizije se delijo na upravljalško, ki znaša 2% povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnih skladov, na vstopno in izstopno (ta se opušča), ki skupaj ne smeta presežati 3% vrednosti investicijskega kupona (Viršek, 2000, str. 12).

1.1. KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV

V tujini danes deluje množica vzajemnih skladov, zelo raznolika pa je razumljivo tudi njihova ponudba. Tako poleg osnovnih skupin skladov glede na pristop k investiranju (pasivni in aktivni) razlikujemo še vrsto drugih kategorij in podskupin skladov, izmed katerih so nekatere že prav eksotične. Vlagatelji lahko izbirajo med skladi, ki vlagajo v posamezne skupine vrednostnih papirjev (delnice, obveznice ali kratkoročne vrednostne papirje), posamezne podskupine osnovnih skupin vrednostnih papirjev (na primer delnice hitrorastočih podjetij, majhnih podjetij, državnih obveznic...), v posamezne panoge in na posamezne trge kapitala (Kleindienst, 2001, str. 450-455).

V Sloveniji takšnih razlikovanj še ni, kar je glede na majhno število skladov, majhno povpraševanje po njihovih storitvah in ozko ponudbo naložb na slovenskem trgu kapitala tudi razumljivo.

Zaradi prilagajanja potrebam in željam investorjev se je v obdobju od ustanovitve prvega vzajemnega sklada do danes razvila vrsta najrazličnejših VS, ki omogočajo zadovoljitev investorjev, saj lahko izbirajo med tremi oblikami vzajemnih skladov, ki sovpadajo s kategorijami rizičnosti: *skladi agresivne rasti (aggressive growth funds)*, katerih naložbena politika je naravnana predvsem na hitro rast kapitala in zahteva agresivno ter špekulativno investiranje z velikim tveganjem; *skladi zmerno rasti (moderate growth funds)*, katerih investitorji so pripravljeni sprejeti zmerno rizičnost za doseg povprečne rasti kapitala in *skladi zadržane rasti (conservative growth funds)*, ki so namenjeni investitorjem, ki se želijo izogniti visoki tveganosti ter nestanovitnosti in si ne upajo čakati na velike zaslužke ob pravem času (Dimovski, 2000, str. 169-171).

Najbolj razširjena pot klasificiranja vzajemnih skladov je glede na vrsto vrednostnih papirjev v premoženju: *vzajemni skladi delnic (common stock mutual funds)*, *vzajemni skladi obveznic (bond mutual funds)* in *vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev (money market mutual funds)*, lahko pa tudi *mešani skladi (balanced funds)*.

Tabela 2: Klasifikacija vzajemnih skladov

V Z A J E M N I S K L A D I					
VZAJEMNI SKLADI DELNIC		VZAJEMNI SKLADI OBVEZNIC		VZAJEMNI SKLADI KRATKOROČNIH VP	
<i>Splošni</i>	<i>Drugi</i>	<i>Obdavčeni</i>	<i>Neobdavčeni</i>	<i>Obdavčeni</i>	<i>Neobdavčeni</i>
Skladi agresivne rasti	Mešani skladi	Skladi državnih obveznic	Nacionalni skladi	Skladi državnih krat. VP**	
Skladi malih podjetij	Specializirani skladi	Skladi z rokom dospelosti	Skladi obč. obv.* ene države		
Skladi rasti	Sektorski skladi	Skladi hipotekarnih obveznic	Zavarovalni skladi obč. obveznic		
Skladi rasti in dobička	Borzni indeksni skladi	Skladi podjetniških obveznic	Sklad visoko donosnih obč. obveznic		
Lastniško dobičkovni skladi	Mednarodni skladi	Skladi fleksibilnih obveznic			

obč. obv.*: občinske obveznice, krat. VP***: kratkoročni vrednostni papirji

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

1.1.1. Indeksni vzajemni skladi

Indeksni skladi so bili v zadnjih dveh desetletjih najhitreje rastoča skupina investicijskih skladov v svetu. Osnova njihovega delovanja je preprosta. Svoje premoženje oblikujejo v skoraj natančno takšni sestavi, kot jo ima določeni borzni indeks. Tovrsten sklad bi nam na primer lahko omogočil, da svoje premoženje vložimo v borzni indeks SBI 20 ali katerega izmed znanih tujih indeksov (v Sloveniji ta trenutek ne deluje še noben indeksni sklad). Donosnost teh skladov pred stroški je tako skorajda enaka donosnosti izbranega borznega indeksa ali splošni donosnosti delnic na trgu. Večje ko je podjetje (merjeno z velikostjo tržne kapitalizacije njegovih delnic), večji je delež njegovih delnic v indeksu in tako tudi v portfelju skladov, ki se glasijo na ta indeks. Indeksni skladi, ki so namenjeni zasebnim investitorjem, so dostopni že za začetni vložek v višini od 1000 do 3000\$, investitorjem pa običajno nudijo možnost rednega mesečnega vlaganja dodatnih sredstev že v višini 100\$.

Osnovni prednosti indeksnih vzajemnih skladov sta visoka stopnja razpršitve premoženja in predvsem razmeroma nizki stroški upravljanja. Imajo precej manjše število zaposlenih kot aktivno upravljani skladi, saj ne zaposlujejo večjega števila svetovalcev, upraviteljev in analitikov, zato so njihovi operativni stroški minimalni. Majhni so tudi stroški trgovanja z vrednostnimi papirji, saj jih kupujejo in prodajajo zelo poredko. Medtem ko letni operativni

stroški značilnega ameriškega delniškega indeksnega sklada znašajo med 0,2 in 0,5% vrednosti upravljanega premoženja, povprečni operativni stroški aktivno upravljanega delniškega sklada v ZDA znašajo 1,4% letno. K temu je treba prišteti še 0,5 do 1% vrednosti premoženja transakcijskih stroškov. Investitor, ki prihranke investira v indeksni investicijski sklad, pa je odrešen tudi pomembne skrbi. Ni mu treba skrbeti, da bo podpovprečno uspešen, saj je indeksni investicijski sklad vedno povprečno uspešen (Kleindienst, 2001, str. 455-472).

1.2. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE

Najopaznejše prednosti, ki jih takšno varčevanje nudi, so: dnevno spremljanje vrednosti prihrankov, davčne prednosti in olajšave, varčevanje brez obveznosti, varnost premoženja, ob manjšem tveganju stabilni donosi, stroškovna prednost varčevanja, strokovno upravljanje premoženja, možnost varčevanja že z manj kot tisoč tolarji, diverzifikacija premoženja, nizki transakcijski stroški, široka paleta storitev investitorjem (npr. pokojninski načrti, avtomatsko reinvestiranje, avtomatski investicijski načrt...), likvidnost in varnost pred izgubo zaradi neetične prakse.

Slabosti investiranja v vzajemne sklade pa predstavljajo: omejenost tipa sredstev oziroma vrednostnih papirjev, v katere sklad investira, visoki stroški trgovanja in obračanja portfelja, zahtevno davčno planiranje in druge pomankljivosti.

Vzajemni sklad je primeren za dolgoročno varčevanje (naprimer za pokojnino) in neprimeren za hitre zasluzke. Vzajemne sklade ločimo glede na naložbeno politiko investiranja sredstev. Skladi, ki investirajo v obveznice, se imenujejo obvezniški in so primerni za varčevanje nad tremi leti. Tisti, ki investirajo v delnice, pa se imenujejo delniški in so primerni za varčevanje nad sedem let. Večina slovenskih vzajemnih skladov je mešanih, torej investirajo v delnice in obveznice. Vzajemni sklad pa ni primerna naložba, če bomo denar potrebovali prej kot v letu dni. Slovenski vzajemni skladi niso najbolj primerni za kratkoročne naložbe oziroma je tveganje vlagatelja bistveno večje kot pri dolgoročni naložbi, tudi zaradi davka na kapitalski dobiček in nihanj v vrednosti točke.

Vzajemni sklad je z vidika likvidnosti boljša dolgoročna naložba od različnih rentnih oz. življenjskih zavarovanj ali pa od vezave na banki, saj denar v vzajemnem skladu ni vezan. Pozorni moramo biti tudi na davek na kapitalski dobiček. Plačali ga bomo v primeru prodaje točk vzajemnega sklada prej kot v treh letih. V tem primeru je stopnja obdavčitve 30%. Če je od vplačila do izplačila minilo več kot tri leta, je dobiček za fizične osebe neobdavčen. Davek na dodano vrednost pa se ne plačuje niti pri vplačilu niti pri izplačilu naložbenega kupona. Vzajemni sklad ni pravna oseba in ne plačuje davka od dobička.

Varčevanje v vzajemnem skladu je zelo pregledno, saj lahko v vsakem trenutku izvemo, koliko je vredno naše premoženje. Na svojem investicijskem kuponu ali izpisku z investicijskega računa

pogledamo število točk. Število točk nato pomnožimo z odkupno vrednostjo enote premoženja, ki jo najdemo v tečajnici vzajemnih skladov v enem izmed dnevnih časopisov z veliko naklado (Delo, Večer, Dnevnik) ali pa na spletnih straneh oz. teletekstu.

Vzajemni skladi so podvrženi strogi zakonodaji: Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), Zakonu o trgu vrednostnih papirjev in sklepom Agencije za trg vrednostnih papirjev. Obvezne so redne revizije skladov in družb za upravljanje, premoženje vzajemnega sklada je popolnoma ločeno od upravitelja, državna institucija Agencija za trg vrednostnih papirjev pa dnevno nadzoruje upravitelja in s tem ščiti vlagatelje. Premoženje vzajemnega sklada je razpršeno med veliko število vrednostnih papirjev, kar zelo zmanjša tveganost naložbe, kot vlagatelji imamo možnost vpogleda v naložbeno strukturo vzajemnega sklada za prejšnji mesec, posamezni varčevalec pa ima lahko največ 5% vrednosti vzajemnega sklada (Viršek, 2000, str. 14).

Nekatere družbe za upravljanje omogočajo svojim vlagateljem, da namesto investicijskih kuponov prejmejo samo izpisek z investicijskega računa. To je za vlagatelja bolj prijazna rešitev, saj se investicijski kuponi hranijo pri družbi za upravljanje in vlagatelj nima skrbi. V primeru izgube investicijskega kupona bi moral vlagatelj le-tega preklicati v Uradnem listu. Praktičnost takega načina vplačila se pokaže tudi pri mesečnem vplačevanju v vzajemne sklade, saj vlagatelj namesto gore papirja prejme samo izpisek, podoben tistemu, ki ga dobi iz banke.

Varčevati je mogoče tudi z manjšimi zneski. Mnogo ljudi se že zaveda, da bodo morali za varno prihodnost poskrbeti sami. V vzajemnem skladu nas ne obvezuje nobena pogodba. Varčujemo, kadarkoli želimo in kolikor želimo, lahko tudi samo z vrednostjo ene točke. Ker imajo vzajemni skladi v povprečju boljše dolgoročne donose od dolgoročnih vezanih vlog, lahko v prihodnosti pričakujemo več denarja.

1.3. DEJAVNIKI INVESTICIJSKIH SKLADOV IN NJIHOV VPLIV NA PODJETJA

Najpomembnejša dejavnika sta *tveganje in donosnost*, ki sta tudi osnova za portfeljsko analizo. Osnovno načelo pri izboru in upravljanju s portfeljem je, da investitorji želijo čimvečje donose ob danem tveganju. Tveganje in pričakovani donos sta v takem razmerju, da je ob višjem pričakovanem donosu investitor pripravljen nositi tudi višjo stopnjo tveganja. Prav tako tudi velja, da je investitor pripravljen nositi višjo raven tveganja le, če mu prinaša višji donos. Tveganja lahko na osnovi finančne teorije na splošno razvrstimo med sistematična in nesistematična tveganja. Sistematična tveganja so povezana s tveganji na finančnem trgu in jih tudi z razprševanjem ni mogoče odpraviti. Drugače je z nesistematičnimi tveganji, ki so vezana na podjetja in jih je mogoče odpraviti z diverzifikacijo. Empirične raziskave so pokazale, da število 12 do 20 različnih delnic v portfelju lahko uspešno zmanjša tveganje podjetja. Prav tako je pomembno, da vzajemni sklad skrbno spremlja dogajanja v podjetjih in obnašanje delnic na finančnem trgu (Dimovski, 2000, str. 166-169).

Naslednja pomembna dejavnika sta *aktivno in pasivno upravljanje portfelja*. Aktivno upravljanje je zasnovano predvsem na napovedih o gibanju vrednostnih papirjev v prihodnosti. Pri aktivni investicijski politiki portfeljski manager izbira tiste vrednostne papirje, ki so opredeljeni kot »zmagovalci« in imajo višji donos od povprečnega tržnega donosa. Manager bo pri tem izboru upošteval predvsem čas, panogo in vrsto vrednostnih papirjev. Pri pasivnem upravljanju pa manager zasleduje tak izbor portfelja, katerega donos bo enak nekemu povprečnemu donosu tržnega portfelja.

Pomembno je tudi *razprševanje*. Tveganje je mogoče zmanjšati s povečevanjem števila delnic v portfelju. Slovenski zakon nalaga investicijskim družbam, da zasledujejo načelo razprševanja v izboru portfelja (razpršenost naložb) ter jih obvezuje, da ima lahko posamezna fizična ali pravna oseba posredno ali neposredno v lasti največ 5% vseh delnic posamezne družbe (razpršenost lastništva). Investicijski sklad mora prav tako imeti svoje naložbe razpršene v VP različnih izdajateljev in ne sme imeti več kot 5% svojih naložb v VP istega izdajatelja, več kot 10% svojih naložb v VP istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev, če gre za VP, ki so sprejeti v kotacijo na borzi, več kot 5% svojih naložb v VP istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev, če gre za VP, s katerimi se trguje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev.

Velikost je lahko pomembna determinanta donosnosti sklada. Medtem ko veliki skladi zagotavljajo večjo varnost in večjo razpršenost naložb ter omogočajo večjo strokovnost upravljanja, pa so manj fleksibilni v prilagajanju portfelja, in sicer zato, ker z vrednostnimi papirji trgujejo praviloma v velikih količinah, kar vpliva tudi povratno na spremembo tržnih razmer. Zato managerji vzajemnih skladov lahko omejijo rast skladov le do določene ravni obsega sklada.

Specializirani skladi (glede na panogo ali regijo) imajo tako svoje slabosti kot tudi svoje prednosti. Med slabosti štejemo to, da razprševanje vrednostnih papirjev sicer zmanjšuje tveganje podjetja, ohranja pa visoko tržno tveganje, saj vsebuje panožno tveganje in omejuje večjo stopnjo razprševanja. Prednosti specializiranih skladov pa ležijo predvsem v višji stopnji ekspertize portfeljskih managerjev o panogi in v poznavanju podjetij v panogi, zato takšni skladi lahko lažje predvidevajo panožno dogajanje.

Pomembni pa so tudi *stroški in provizije upravljanja*. Investitorji nimajo pravice upravljati z investicijskim skladom, temveč to v njihovem imenu in v njihovo korist opravlja družba za upravljanje. Družba je pri tem upravičena do provizij, ki so sicer omejene z zakonom, vendar pa jih je možno obračunavati glede na različne podlage (vplačila in izplačila kuponov, na višino prometa...). V splošnem ločimo štiri vrste provizij in stroškov, ki so povezani z upravljanjem s skladi: provizije, povezane s prodajo, provizije na storitve za ukvarjanje s klientom, upravni in administrativni stroški ter stroški, ki so povezani s trgovanjem vrednostnih papirjev. Vzajemni skladi, ki prodajajo investicijske kupone neposredno in brez provizije za posredovanje nakupa, so skladi brez provizij (*no-load funds*), v kolikor pa skladi to počnejo s posredovanjem posrednikov in z obračunavanjem provizije pri vsakem nakupu ali prodaji, pa gre za sklade s provizijo (*load funds*).

Vzajemni sklad upravlja družba za upravljanje, ki za svoje delo zaračunava določen delež. Tako ločimo vstopno in izstopno provizijo, ki skupno ne smeta preseči treh odstotkov vrednosti investicijskega kupona. Vstopna provizija se ob vsakem vplačilu odšteje od vplačanega zneska, za razliko pa vlagatelju pripada sorazmerni delež točk vzajemnega sklada, preračunan na podlagi zadnje izračunane vrednosti točke (tabela 3). Izstopna provizija se odšteje ob izstopu, ko so sredstva vlagatelja že obogatena. Ob tem je DZU-ju treba na leto odšteti še upravljalno provizijo, ki se računa glede na povprečno vrednost sklada. Obračunava se dnevno in je že upoštevana v objavljeni točki sklada.

Tabela 3: Izračun števila točk

Priliv na račun sklada 28.01.1999 (Galileo)	10.000,00 SIT
Vstopna provizija (3% na vplačilo)	$(10.000,00 \cdot 3) / 103 = 291,26$ SIT
Naložba v sklad	$10.000,00$ SIT - $291,26$ SIT = $9.708,74$ SIT
VEP (Galileo na dan 28.01.1999)	$7.543,01$ SIT
Število točk	$9.708,74$ SIT / $7.543,01$ SIT = $1,2871$

Vir: Matko, 1999, str. 518.

1.4. VREDNOST PREMOŽENJA IN DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV

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

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

Dnevna čista vrednost sredstev vzajemnega sklada (ČVSD) se deli s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku (EVO). VEP se določi v skladu z Metodologijo za izračun čiste vrednosti investicijskega sklada in VEP vzajemnega sklada, ki jo predpiše Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju tudi ATPV). Donosnost naložbe je definirana kot razmerje med prejetim dohodkom in vloženi sredstvi (Dimovski, 2000, str. 175-176).

$\text{Donosnost naložbe} = \text{Donos VP} / \text{Cena VP}$

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

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

1.5. INVESTICIJSKO POSLOVANJE VZAJEMNIH SKLADOV

Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov je ožji pojem kot celotno poslovanje vzajemnih skladov, saj se nanaša samo na tisti del poslovanja, ki je povezan z njegovimi investicijami (naložbami), se pravi na tisti del poslovanja vzajemnih skladov, ki se nanaša na t.i. investicijski postopek. Investicije vzajemnih skladov so večinoma finančne naložbe v delnice in obveznice. Poglavitne vrste naložb vzajemnih skladov so lastniški vrednostni papirji, dolžniški vrednostni papirji, nepremičnine in VP, ki so izdani na podlagi tega premoženja, lahko pa tudi dragocene kovine in druge premičnine, izvedeni finančni instrumenti, deleži v investicijskih družbah ter tuj denar. Kombinacijo posameznih (skupin) investicij imenujemo finančno premoženje (portfolio). Posameznikova odločitev za investiranje je odvisna od vrste dejavnikov, kot so: vsota prihrankov, ki je na voljo za investiranje, stopnja tveganja, ki jo je investitor pripravljen sprejeti, dohodek, ki ga potrebuje v razmeroma kratkem času, stopnja zelene likvidnosti, investitorjevo znanje in navsezadnje tudi naključje. Investicijski postopek opisuje, kako bi moral ravnati vsak investitor (torej tudi VS) pri sprejemanju odločitev o poslovanju z VP, kot so odločitve o tem, v katere VP investirati, kako velika naj bo investicija in kdaj naj se izvede.

Investicijski postopek se lahko izvede v petih korakih. *Prvi* je določitev investicijske politike- pomeni določitev investicijskih ciljev in hkrati tudi odločitev, katere temeljne vrste VP bi bile primerne za investiranje. *Drugi korak* je analiziranje vrednostnih papirjev- obsega analizo večjega števila VP znotraj temeljnih vrst, ki so bile že določene s prvim korakom. Sledi *tretji korak*: sestava finančnega premoženja- ta korak pomeni določitev posebnih VP, v katere se bo investiralo. V tem procesu imajo pomembno vlogo selektivnost, predvidevanje splošnega gibanja cen na trgu kapitala in razpršitev naložb. *Naslednji korak* je sprememba finančnega premoženja- pomeni občasno ponovitev prejšnjih korakov, običajno zaradi kakšne spremembe investicijskih ciljev ali spremembe cen VP. *Zadnji korak* pa obsega vrednotenje učinkovitosti investicijskega poslovanja finančnega premoženja- to vrednotenje obsega občasno ugotavljanje tako donosnosti kot tudi tveganja vzajemnih skladov, ki ga nosi investitor. Za vrednotenje investicijskega poslovanja VS je treba poleg ustreznih meril donosnosti in tveganja poznati tudi primeren standard, s katerim se lahko investicijsko poslovanje VS primerja. Tri temeljne sestavine vrednotenja učinkovitosti investicijskega poslovanja VS so *donosnost, tveganje in stroški*. Te je mogoče še podrobneje razčleniti in so tudi najpomembnejše sestavine investicijskega poslovanja VS. Najbolj kompleksna med njimi je druga- tveganje (Zobavnik, 1997, str. 2-7).

1.6. VLAGANJE V VZAJEMNE SKLADE

Po izkušnjah sodeč se izmed fizičnih oseb za naložbe v vzajemne sklade odločajo predvsem ljudje iz srednjega socialnoekonomskega razreda in tisti, ki ne sodijo v sam vrh poznavanja razmer na kapitalnem trgu, starejši ljudje pa redkeje. V vzajemne sklade ne vlagajo svojih sredstev ljudje z nizkimi dohodki, ki tudi ne razmišljajo o dolgoročnem varčevanju, saj imajo komaj za preživetje ali pa so, sicer z nekoliko višjimi dohodki, v fazi investiranja- npr. v izboljšanje življenjskih razmer (gradnja hiše ali nakup stanovanja). V vzajemne sklade nalagajo sredstva ljudje, ki del denarja namenijo za plemenitenje svojega premoženja. Gre za zneske, ki v družinskem ali osebnem proračunu ne pomenijo odrekanja osnovnim potrebam, temveč predstavljajo viške, ki jih je možno pogrešati za določen čas v pričakovanju primerne donosa. Pravne osebe, ki nalagajo sredstva v vzajemne sklade, so podjetja, ki tudi sicer nalagajo denarna sredstva v dolgoročne oziroma kratkoročne finančne naložbe. V primeru, da gre za manjša podjetja, se lastniki na tem področju obnašajo podobno kot individualne fizične osebe, le da imajo običajno še bolj izrazite zahteve (Žnidaršič, 1999, str. 113).

Tabela 4: Kako razporediti svoja sredstva investirana v vzajemne sklade?
(glede na to, kakšen tip investitorja smo)

Primer: 30-letni investitor	Investicije v obveznice v %	Investicije v delnice v %
Konzervativni tip	30% (starost v letih)	100% -30% (starost)= 70%
Mešani tip	30% (starost) -10%= 20%	110% -30% (starost)= 80%
Dinamični tip	30% (starost) -20%=10%	120% -30% (starost)= 90%

Vir: Zorman, 2000, str. 13.

V osnovi delimo *investitorje* na tri tipe. Prvi je konzervativni, katerega visok donos ne zanima. Zanj je pomembno samo stabilno naraščanje vrednosti premoženja. Njegovo nasprotje je dinamični tip investitorja, ki si želi visokih dobičkov in je zato pripravljen na vzpone in padce vrednosti premoženja. Ostane še tip investitorja, ki je nekje vmes med prvima dvema. *Primer (glej tabelo 4):* 30 let stara oseba, konzervativni tip investitorja. Priporoča se ji, da investira 70% v delniško strukturo in 30% v obvezniško. Iz teh formul sledi, naj mladi investirajo večino sredstev v delniške vzajemne sklade. Dolgoročni trend v vseh vzajemnih skladih je namreč naraščajoč. Investiranje v vzajemni sklad je dolgoročna naložba (pri delniških 7 let in več, pri obvezniških 3 leta in več). Lahko investiramo tudi za krajše obdobje, pravzaprav lahko tudi samo za en mesec, vendar je tveganje večje oz. je možnost zaslužka zaradi tega manjša. Minuli donosi niso jamstvo za prihodnost. V prihodnosti bodo donosi lahko nižji ali višji, kakšni bodo, ne ve nihče. Odločitev za vzajemni sklad je odvisna tudi od zaupanja v družbo za upravljanje. Tu imajo prednost tiste družbe, ki so v poslu že dalj časa in se lahko pohvalijo z rezultati, čeprav lahko tudi novinci »pokažejo zobe«. Če ima vzajemni sklad del sredstev investiranih na različnih borzah, se s tem zmanjšuje odvisnost vrednosti točke samo enega trga. Če bomo investirali v vzajemne sklade dolgoročno, bomo po mnogih letih, ko bomo pogledali nazaj, dejali: »Zvestoba vzajemnim skladom se splača«.

V kateri vzajemni sklad torej investirati? To je odvisno od tega, koliko smo stari in koliko tveganja smo pripravljeni sprejeti. Po podatkih iz avgusta 2000 je bil vrstni red vzajemnih skladov po odstotkih sredstev, vloženih v delnice od najbolj delniškega do najbolj obvezniškega, naslednji: Rastko 93,70%, Nika- delniški 93,18%, Živa 92,61%, Galileo 89,27%, Hrast 88,95%, Nika S.P.D. 85,74%, Skala 83,88%, Dolenjski VS 78,29%, Zajček 77,86%, Polžek 70,72%, Vipek 63,37%, Alfa 56,26%, Miha 51,58%, Modra kombinacija 48,76%, Pika 47,09%, Triglav Renta 40,85%, Piramida 38,86% in KD Bond z 0% delnic v naložbeni strukturi. Ko se odločimo, kateri tip investitorja smo in se pozanimamo o naložbeni strukturi vzajemnega sklada, lahko kombiniramo naša vlaganja v vzajemne sklade. Npr. če bi radi investirali 70% v delniško strukturo in 30% v obvezniško, je še najbližje po strukturi VS Polžek s 70,72% delnic. Lahko pa je tudi kombinacija skladov- naprimer 66% v Rastka in 34% v KD Bond.

1.6.1. Metoda povprečnega stroška- Dollar Cost Averaging

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

Metoda povprečnega stroška je posledica vlaganja enakih zneskov v enakih časovnih intervalih (naprimer 15.000 SIT vsakega petnajstega v mesecu). Ta način vlaganja ima vgrajeno inteligentno zaščito, saj avtomatično kupimo več točk sklada, ko je VEP nizka, in manj, ko je VEP visoka. Večja, kot so nihanja na trgu, večji je vpliv MPS. Gledano s tega zornega kota so nihanja zelo zaželena, zato je tak način vlaganja primeren za vlagatelje, ki lahko vsak mesec vlagajo enak znesek, za vlagatelje, ki vlagajo dolgoročno in se lahko uprejo skušnjavi, da prenehajo vplačevati v obdobjih nestanovitnih razmer na trgu, ter tiste, ki so že vložili nek večji znesek, pa bi želeli nadaljevati z mesečnimi vložki.

Kako MPS zniža stroške nakupa točk vzajemnih skladov? Kadar vlagamo svoj denar v vrednostne papirje, moramo praviloma zanje ob nakupu plačati trenutno ceno. Vodilni skladi v svetu, kot edini v Sloveniji pa tudi skladi Kmečke družbe in KBM Infond, omogočajo svojim vlagateljem izkoriščanje ugodnega vpliva MPS. Tako ima vlagatelj možnost za svoj denar dobiti več, kot če bi kupoval stalno število točk sklada po trenutni ceni. Vlagatelj torej redno (obročno) vplačuje enak tolarški znesek v sklad. To pomeni, da za enak znesek kupi več točk takrat, ko je vrednost točke nižja, in manj točk takrat, ko je vrednost točke višja. Ta način vlaganja na dolgi rok v večini primerov zagotavlja izboljšane donose.

2. ZAKONSKE DOLOČBE VZAJEMNIH SKLADOV

Po večletnih pripravah je Državni zbor leta 1994 v paketu skupaj z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev sprejel tudi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Omenjena zakona predstavljata nujno potrebno ureditev delovanja trgov vrednostnih papirjev ter investiranja finančnih sredstev na omenjenih trgih. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU ali v nadaljevanju Zakon), ki je bil objavljen v Uradnem listu RS, št. 6/94, določa pogoje za ustanovitev ter način za upravljanje investicijskih skladov in družb za upravljanje (Belić, 1994, str.57-62).

2.1. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE

V prvem delu Zakon ureja ustanovitev in delovanje družb za upravljanje. Družba za upravljanje (DZU) je gospodarska družba, ki se ustanovi izključno za upravljanje investicijskih skladov. Ustanovi se lahko le kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo, s sedežem na območju Republike Slovenije. Za ustanovitev družbe za upravljanje se uporabljajo določila Zakona o gospodarskih družbah (ZGD). Družbeniki ali delničarji družbe za upravljanje so lahko fizične osebe in izključno tiste pravne osebe ter banke in hranilnice, ki so organizirane kot delniške družbe ali kot družbe z omejeno odgovornostjo.

Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju tudi Agencija) izda dovoljenje za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov, ko ugotovi, da družba za upravljanje izpolnjuje vse predpisane pogoje. Poleg tega mora Agencija tudi ugotoviti, da niso bile kršene omejitve, ki jih za družbe za upravljanje postavlja Zakon. Agencija je urejena v Zakonu o trgu vrednostnih papirjev. Družba za upravljanje prav tako ne sme opravljati nobene druge dejavnosti razen upravljanja z investicijskimi skladi. Podobno določbo vsebuje tudi Zakon o trgu vrednostnih papirjev in se nanaša na dejavnosti borznoposredniških družb. Poleg tega morajo člani uprave družbe za upravljanje imeti ustrezna strokovna znanja in izkušnje s področja financ. Ocen o usposobljenosti članov uprave družbe za upravljanje opravi Agencija, preden izda dovoljenje za opravljanje dejavnosti.

Družba za upravljanje je omejena glede naložb v določene vrste vrednostnih papirjev. Tako družba za upravljanje ne sme biti posredni ali neposredni lastnik delnic oziroma poslovnih deležev drugih družb za upravljanje: bank, depozitarja, borznoposredniške hiše ter svojih delničarjev ali družbenikov. Poleg tega družba za upravljanje ne sme biti lastnica investicijskih kuponov sklada, ki ga upravlja. Družba za upravljanje se ne more registrirati brez poprejšnjega dovoljenja za opravljanje dejavnosti, ki ga podeli Agencija. Dovoljenje lahko družba pridobi le na podlagi pisne zahteve. Zahteva mora vsebovati firmo in sedež družbe za upravljanje ter zahtevek za izdajo dovoljenja. K zahtevi pa je potrebno priložiti še listine, na podlagi katerih lahko Agencija ugotovi, ali družba za upravljanje in njeni vodilni delavci izpolnjujejo pogoje, ki jih zakon zahteva. Med dokumente, ki jih je potrebno priložiti k zahtevi, spadajo tudi izpisek podatkov o ustanoviteljih iz sodnega registra, kratki življenjepisi vodilnih delavcev ter notranja organiziranost družbe in opis tehnične opremljenosti za opravljanje dejavnosti.

Družba za upravljanje je dolžna skleniti pogodbo s klirinško depotno družbo oz. družbo, ki je pooblaščen za opravljanje poslov hrambe VP za opravljanje vseh poslov v zvezi s hrambo VP. DZU je dolžna skleniti pogodbo z banko ali drugo organizacijo, ki je pooblaščen za opravljanje poslov plačilnega prometa. S to pogodbo DZU pooblasti banko za opravljanje vseh poslov plačilnega prometa v zvezi z denarnim poslovanjem investicijskih skladov. Lahko pa s to pogodbo na banko prenese tudi opravljanje posameznih tehničnih in administrativnih poslov v zvezi z upravljanjem investicijskega sklada. Pomembno je, da tako banka kot sama družba za upravljanje ravnata neodvisno druga od druge, vendar pa morata pri tem obe delovati tako, da imetnikom investicijskih kuponov ali delnic investicijske družbe zagotavljata največje koristi.

2.1.1. Opredelitev vzajemnega sklada

Vzajemni sklad (VS) je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive VP. Naložbe vzajemnega sklada se financirajo z denarjem fizičnih oz. pravnih oseb, ki so tudi lastniki sklada. Sklad se organizira in upravlja izključno v korist svojih lastnikov. Vzajemni sklad ni pravna oseba. Premoženje, ki se oblikuje kot vzajemni sklad, se razdeli na enake enote. Enote premoženja se izkazujejo na investicijskih kuponih, ki se lahko glasijo na eno ali več enot. Investicijski kupon je neprenosljivi imenski VP, ki imetnikom zagotavlja pravico do sorazmernega dela dobička iz naložb investicijskega sklada, sorazmerni delež sredstev ob likvidaciji vzajemnega sklada ter pravico do izplačila vrednosti investicijskega kupona, kadar imetnik tako zahteva.

Posamezna fizična ali pravna oseba lahko postane lastnik sklada z vplačilom vrednosti investicijskega kupona vzajemnega investicijskega sklada. Pri tem posamezni lastnik ne sme imeti v lasti več kakor 5% vseh enot premoženja posameznega investicijskega sklada. Vrednost investicijskih kuponov se določa tako, da se celotna čista vrednost sredstev VS deli s skupnim številom enot premoženja VS. Investicijski kuponi se lahko vplačajo le v denarju, ob vplačilu pa mora biti vplačana celotna vrednost investicijskih kuponov. Imetnik investicijskega kupona lahko kadarkoli pisno zahteva, da se mu izplača vrednost investicijskega kupona. Z dnem izplačila investicijskega kupona prenehajo vse pravice, ki jih je dosedanji imetnik kupona imel, kakor tudi lastninska pravica na sorazmernem delu vzajemnega sklada.

Vzajemni sklad lahko oblikuje samo DZU. Vzajemni sklad se oblikuje tako, da družba za upravljanje sprejme pravila upravljanja vzajemnega sklada ter sklene pogodbo z depozitarjem in banko. Pravila upravljanja z vzajemnim skladom morajo biti brezplačno na razpolago na vseh mestih, kjer je možno vplačati investicijske kupone. Pogoji, da DZU lahko začne izdajati investicijske kupone, je pridobitev dovoljenja za izdajo. Dovoljenje podeljuje Agencija na podlagi pisne zahteve družbe za upravljanje. Za pridobitev dovoljenja mora DZU izdati tudi prospekt. DZU je dolžna v roku osmih dni po prejemu dovoljenja za upravljanje s skladom objaviti poziv javnosti k vplačilu investicijskih kuponov. DZU upravlja z vzajemnim skladom v svojem imenu in na račun imetnikov investicijskih kuponov. DZU mora pri trgovanju z VP skrbeti, da naložbe v papirje niso preveč tvegane. Zato zakon zavezuje družbo za upravljanje, da

spremlja podatke, ki jih izdajatelji vrednostnih papirjev objavljajo, ter da svoje naložbe razpršuje tako, da zmanjša stopnjo tveganja. Če DZU ne upošteva določb zakona o razpršitvi naložb, odgovarja za škodo, ki bi jo imetniki investicijskih kuponov s tem utrpeli.

DZU je upravičena do provizije od vplačil ali izplačil VP, kakor tudi do provizije za upravljanje z vzajemnim skladom, vendar pa zakon določa višino provizij, ki se ne sme preseči. Tako določa, da lahko provizija od vplačila in izplačila skupaj dosežata le 3% vrednosti investicijskega kupona, provizija za upravljanje pa le 2% povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada. Poleg omenjenih nagrad je DZU upravičena tudi do izplačila iz naslova stroškov. Po zaključku vsakega obdobja, določenega s pravili upravljanja vzajemnega sklada, se razdeli čisti dobiček, ki se ugotovi na podlagi računovodskih standardov- izdelanega izkaza uspeha ter bilance stanja. Dobiček se razdeli imetnikom investicijskih kuponov v skladu s številom enot premoženja vzajemnega investicijskega sklada. Obdobja, po katerih se razdeli dobiček sklada, se določajo s pravili upravljanja vzajemnega sklada, vendar ne smejo biti daljša od enega leta. Upravljanje z vzajemnim skladom se lahko prenese z ene upravljalne družbe na drugo s pogodbo, če s tem soglašajo lastniki 70% enot premoženja sklada. Soglasje k prenosu pa mora dati tudi Agencija.

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

2.1.2. Opredelitev investicijske družbe

Zakon kot investicijsko družbo opredeljuje tisto delniško družbo, ki se ustanovi izključno za javno zbiranje denarnih sredstev in za investiranje tako zbranih sredstev v prenosljive VP po načelu omejevanja in razpršitve tveganja. Za investicijsko družbo se uporabljajo določbe Zakona o gospodarskih družbah (ZGD). Investicijsko družbo lahko ustanovi samo ena DZU, ne glede na določbe ZGD. Najnižji znesek osnovnega kapitala investicijske družbe znaša 200 mio SIT. Investitorji od investicijskega sklada ne morejo zahtevati odkupa VP, kot je to mogoče pri odprtih skladih. Ker je cena delnice takega sklada odvisna od ponudbe in povpraševanja ter od uspešnosti poslovanja sklada, prodajalec nima nikakršnega zagotovila, da bo za prodane VP dobil denarna sredstva v višini neto čiste vrednosti.

2.1.3. Naložbe investicijskih skladov

Za naložbe investicijskega sklada obstajajo določene omejitve. Tako lahko investicijski sklad naloži zbrana denarna sredstva v VP, ki kotirajo na borzi ali s katerimi se javno trguje na drugem organiziranem in nadzorovanem trgu VP, v dolgoročne ali kratkoročne VP in denarna sredstva. Izdajatelji vrednostnih papirjev so lahko tako domače kot tuje pravne osebe. Vzajemni sklad mora imeti najmanj 75% vseh svojih naložb naloženih v VP, ki kotirajo na borzah. Najmanj 5% svojih naložb mora imeti v obliki likvidnih sredstev oziroma v kratkoročnih VP, katerih dospelost ne sme biti daljša od 6 mesecev. Investicijska družba mora imeti najmanj 60% svojih naložb v vrednostnih papirjih, ki kotirajo na borzah. Investicijski sklad sicer lahko nalaga denarna sredstva v vrednostne papirje tujih izdajateljev, vendar le do višine 10% naložb v VP. Investicijski sklad ne sme imeti več kot 5% svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja. Če vrednostni papirji istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev kotirajo na borzi, isti investicijski sklad ne sme imeti več kot 10% svojih naložb v teh papirjih. Investicijski sklad tudi ne sme imeti več kot 5% svojih naložb v VP istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev, če gre za VP, s katerimi se trguje na drugem trgu VP. Kadar za VP jamči ali jih izda RS, ima investicijski sklad lahko 70% vseh svojih naložb v teh VP. Investicijski skladi, ki jih upravlja ista DZU, imajo lahko v svojih naložbah posredno ali neposredno le 15% VP istega izdajatelja. Investicijski sklad ne sme imeti svoje naložbe v drugem investicijskem skladu, razen z dovoljenjem in ob pogojih, ki jih določi Agencija. V nobenem primeru pa investicijski sklad ne sme imeti svojih naložb v DZU-jih: pri depozitarju, pri banki in v borznoposredniški hiši.

2.1.4. Objava informacij, nadzor, pooblaščen družba za upravljanje in PID

Družba za upravljanje je dolžna o poslovanju investicijskega sklada objaviti polletno in letno poročilo o poslovanju, poročilo o sestavi naložb investicijskega sklada, vrednost investicijskih kuponov vzajemnega sklada in prospekt. Vsebino letnega in polletnega poročila, kakor tudi poročila o sestavi naložb, določi Agencija.

Nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov opravlja Agencija, ki lahko pri tem pregleduje poslovne knjige, spise in dokumente družbe za upravljanje, ki se nanašajo na upravljanje investicijskih skladov. Kadar Agencija pri pregledu ugotovi nepravilnosti, z odredbo določi rok, v katerem mora DZU odpraviti napake.

Pooblaščen družba za upravljanje je družba za upravljanje, ki dobi posebno dovoljenje za upravljanje pooblaščen investicijske družbe. Pooblaščen investicijska družba je investicijska družba, ki jo ustanovi pooblaščen družba za upravljanje zaradi zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic v skladu s predpisi o lastninskem preoblikovanju podjetij. Najnižji znesek osnovnega kapitala pooblaščen investicijske družbe znaša 100 mio SIT.

2.2. PROSPEKTI ZA JAVNO PONUDBO VREDNOSTNIH PAPIRJEV INVESTICIJSKEGA SKLADA

Prospekt je ponudbeni dokument, s katerim izdajatelj javno ponuja v prodajo svoje vrednostne papirje z namenom, da bi tako pridobil potrebna denarna sredstva. S prospektom se lahko ponujajo javnosti različni vrednostni papirji (različne vrste delnic, obveznic itd.) različnih izdajateljev in tudi vrednostni papirji investicijskih skladov. Prospekt mora biti objavljen in dan na razpolago javnosti ob začetku javne ponudbe na vseh vpisnih mestih, kjer se vpisujejo investicijski kuponi oziroma delnice. Prospekt ne sme biti sredstvo za propagiranje izdajatelja oziroma vrednostnega papirja, ki se ponuja z njim, ampak je namen prospekta, da popolno in točno informira potencialne kupce o ponujenem vrednostnem papirju, investicijskem skladu in družbi, ki sklad upravlja (Stošički, 1994, str. 60-63).

Vrste prospektov: Glede na različne oblike investicijskih skladov ločimo naslednje vrste prospektov: prospekt za javno ponudbo investicijskih kuponov vzajemnega sklada, prospekt za javno ponudbo delnic prve emisije investicijske družbe (uporablja se ob javni ponudbi prve emisije delnic in pri prenosu upravljanja investicijske družbe na drugo družbo za upravljanje), prospekt za javno ponudbo delnic nadaljnih emisij delnic investicijske družbe (uporablja se ob povečanju osnovnega kapitala investicijske družbe z novimi vložki), prospekt za javno ponudbo delnic prve emisije pooblaščenice investicijske družbe (uporablja se ob javni ponudbi prve emisije delnic in ob prenosu upravljanja pooblaščenice investicijske družbe na drugo družbo za upravljanje), prospekt za javno ponudbo delnic nadaljnih emisij pooblaščenice investicijske družbe (uporablja se ob povečanju osnovnega kapitala pooblaščenice investicijske družbe, po njeni ustanovitvi).

Vsebina prospektov: Vsebina navedenih prospektov je določena v dveh prilogah. Sledi kratka vsebina obeh prilog. *Priloga št.1* obsega najpomembnejše podatke o vrednostnem papirju, ki se s prospektom ponuja (investicijski kupon ali delnica), o samem investicijskem skladu (vzajemnem skladu, investicijski družbi ali pooblaščenici investicijski družbi), o družbi za upravljanje ter podatke o pravnih osebah, ki za DZU po pogodbi opravljajo določene posle. V tej prilogi je tudi opredeljeno mesto, kjer so prospekti na razpolago morebitnim kupcem ponujenih vrednostnih papirjev. *Priloga št.1* predstavlja hkrati tudi javni poziv k vpisu in vplačilu investicijskih kuponov oziroma delnic in se mora objaviti najmanj dvakrat v dnevnoinformativnem časopisju z veliko naklado. *Priloga št.2* določa vsebino prospekta za javno ponudbo VP investicijskega sklada. Vsebina prospekta je v bistvu razdeljena po posameznih poglavjih, in sicer: 0) uvodna pojasnila in navedba točk prospekta, kjer so navedene osnovne pravice imetnikov vrednostnega papirja, 1) podatki o vrednostnem papirju, ki je predmet javne ponudbe, 2) informacije o investicijskem skladu (vzajemnem skladu, investicijski družbi, pooblaščenici investicijski družbi), 3) informacije o družbi za upravljanje, 4) izkazi poslovanja investicijskega sklada in družbe za upravljanje ter njihovo revidiranje (to poglavje se navede v prospektu, če investicijski sklad že posluje eno poslovno leto), 5) podatki o osebah, odgovornih za izdajo prospekta. Vsebinsko se posamezni prospekti med seboj razlikujejo v prvem poglavju, v katerem je predstavljen ponujen vrednostni papir, ter v drugem poglavju, v katerem je predstavljen investicijski sklad. V tretjem

poglavju so si posamezni prospekti za javno ponudbo delnic investicijske družbe in investicijskih kuponov vzajemnega sklada precej podobni; razlika je le pri provizijah, do katere je upravičena DZU in pri stroških ustanovitve investicijske družbe, ki jih DZU dobi povrnjene.

2.3. PRAVILA UPRAVLJANJA VZAJEMNEGA SKLADA

Pravila za upravljanje vzajemnega sklada so najpomembnejši akt, ki ga morajo poznati bodoči investitorji (kupci kuponov) vzajemnega sklada. Z njimi je opredeljeno delovanje sklada, v njih pa so zapisane tudi vse najpomembnejše značilnosti njegovega poslovanja. Pravila za upravljanje vzajemnega sklada morajo biti brezplačno na voljo na vseh mestih, na katerih se vplačujejo investicijski kuponi (Odar, 1995, str. 61-85).

Nekatera najpomembnejša določila pravil za upravljanje vzajemnega sklada so: ime vzajemnega sklada, družba za upravljanje in njen sedež, pogodba z banko o opravljanju posameznih poslov, pogodba z depozitarjem, naložbena politika vzajemnega sklada, provizija družbe za upravljanje, način obveščanja javnosti in lastnikov investicijskih kuponov o poslovanju vzajemnega sklada, postopek spremembe pravil, izdajanje in vplačevanje investicijskih kuponov, izplačevanje vrednosti investicijskih kuponov vzajemnega sklada, postopek in način razdelitve čistega dobička vzajemnega sklada lastnikom investicijskih kuponov, postopek likvidacije vzajemnega sklada (glej tudi prilogo 1).

2.4. RAČUNOVODSKE REŠITVE V VZAJEMNIH SKLADIH

Zakonska ureditev računovodstva v vzajemnih skladih: Računovodske rešitve v investicijskih skladih so predpisane v prilogi 1 k sklepu o vsebini letnega poročila o poslovanju investicijskega sklada (Uradni list RS, št. 5/95, 23/95 in 16/96). Z njim so predpisane temeljne računovodske rešitve vzajemnih skladov in investicijskih družb.

Slovenski računovodski standard 38: Ta standard obravnava posebnosti računovodskih rešitev v vzajemnih skladih in sestavljanje računovodskih izkazov zanje. Računovodski izkazi vzajemnega sklada morajo vsebovati informacije o nakupih in prodajah, naložbah, obveznostih, dobičku in njegovi delitvi za obravnavano obdobje ter o premoženju na koncu tega obdobja. Ti računovodski izkazi so: bilanca stanja, izkaz prihodkov in odhodkov, izkaz finančnih tokov, dodatek k računovodskim izkazom (opis uporabljenih temeljnih računovodskih usmeritev, pojasnila posameznih rešitev in vrednotenj, izkaz premoženja, izkaz pomembnejših sprememb premoženja). Vzajemni sklad vodi poslovne knjige po sistemu dvostavnega knjigovodstva. Konte razčlenjuje skladno s kontnim okvirom, ki ga predpiše Slovenski inštitut za revizijo, in svojimi potrebami (glej tudi prilogo 2).

3. VARČEVANJE V VZAJEMNIH SKLADIH

Varčevati za prihodnost je pomembno, vendar varčevanja Slovenci pravzaprav nismo vajeni. Pod kožo se nam je vtihotapilo prepričanje, da se zadeva preprosto ne izplača, saj je v Jugoslaviji prihranke sproti pobirala inflacija in pametno je bilo najemati posojila. Danes je drugače. Časi, ki prihajajo, nas bodo sami prepričali v varčevanje, saj se zgolj na državo ne moremo zanašati. Preudarni ljudje dajo vsak mesec nekaj na stran, a še zdaleč ne v nogavico ali samo v banko. Če živimo s posojili, živimo v umetnem standardu, če pa varčujemo, je naš standard realen. Prihodnost, ki nas čaka, nas bo prisilila, da bomo varčevali več kot danes.

Ko govorimo o ustvarjanju premoženja, nam mora biti jasno, da premoženja ne ustvarjamo samo s tistim, kar zaslužimo, ampak predvsem s tistim, kar nam od zaslužka ostane. Preden se odločimo za varčevanje, si moramo najprej postaviti cilj, nato pa še pot do zelenega cilja. Pasti, ki nas čakajo, so inflacija, donos in davki. Inflacija je posebej v našem času in prostoru zelo varljiv podatek. Povprečen državljan Slovenije, ki še pomni čase Jugoslavije, bi dejal, da je inflacija nizka. Prišli so novi časi, ljudje pa so ohranili spomin na trdno marko, ki ne izgublja vrednosti. V tem razmišljanju tiči past. Še danes nekateri ljudje kupujejo nemške marke in jih hranijo doma v »nogavici«. Vendar ima trdna nemška marka ravno tako inflacijo. Ta je v letih med 1965 in 1990 znašala v povprečju 4% letno.

Zato je danes bolj kot kadarkoli prej treba razmisliti o naložbi, ki jo bomo izbrali za ustvarjanje premoženja. Ni dovolj, da imamo naložbo, ki nam zagotavlja izničenje ali prilagajanje inflaciji. Imeti moramo naložbo, ki bo sledila cenam naraščanja dobrin, za katere varčujemo. Če se neka naložba samo prilagaja statistični inflaciji, s tako naložbo svojega cilja, npr. nakupa stanovanja, ne bomo dosegli. Vedno znova bomo ugotavljali, da se je stanovanje podražilo ravno takrat, ko smo ga mislili kupiti. Ko smo že pri stanovanju oziroma nepremičnini, bi želela opozoriti na zakoreninjeno prepričanje, da je nepremičnina najboljša naložba. Nedvomno je ena boljših, saj je bil donos stanovanjske hiše v Nemčiji v 25 letih 900-odstoten. To pomeni, da je povprečni letni donos take naložbe znašal 9,65%. Podoben dolgoletni povprečni donos doseže marsikateri delniški vzajemni sklad ali pa zasebni delniški portfelj, odprt pri borzni hiši.

Nepremičnino ljudje poznajo, ji zaupajo. Vprašanje pa je, ali poznajo tudi možnost varčevanja v vzajemnih skladih ali zasebnih portfeljih pri borznih hišah, ki jim ravno tako lahko prinesejo primerljiv donos, pa še bistveno bolj likvidni so. Vzajemni skladi so poleg tega dosegljivi tudi ljudem, ki nimajo veliko denarja. Cena nepremičnin narašča. Pri naložbi v nepremičnino zaradi pobiranja najemnine je treba vseeno na nekaj opozoriti. Donos je podoben, kot če bi denar vezali na banki in ne bi imeli skrbi. Res pa je, da glavnica na banki dolgoročno ne sledi naraščanju cene nepremičnine. Kaj, če bi denar naložili v vzajemni sklad, ne samo v enega, ampak v več različnih vzajemnih skladov? Glavnica bi lahko sledila cenam, donos pa bi bil lahko še večji. Vzajemni skladi pa niso mišljeni kot kratkoročne naložbe, vsaj ne tisti VS, ki jih danes lahko dobimo na slovenskem trgu.

Jasno je, da je dobro imeti nekaj denarja na banki kot likvidnostno rezervo, nekaj v zavarovalnici zaradi socialne varnosti, v vzajemnih skladih in zasebnih portfeljih pri borznih hišah za varno prihodnost, imeti nepremičnino, da ne bi celo življenje živeli »v najemnini«. Za naložbo denarja ni neke celostne rešitve. Ljudje smo si med seboj različni, imamo različne poglede in zahteve. Vzeti si je potrebno čas in razmisliti o potrebah in zmožnostih. Pregledati je potrebno vse lastnosti, ki naj bi jih zahtevalo varčevanje: varnost, likvidnost, donos, preglednost, fleksibilnost, davčne prednosti, tveganje in stroške varčevanja ter se nato odločiti za naložbo. Kaj storiti z denarjem, ki ga bomo potrebovali prej kot v treh letih? Nihče nam ne brani, da ga investiramo v delnice ali vzajemne sklade. Izpostavljeni bomo večjemu tveganju. Z delnicami sicer lahko tudi špekuliramo in poskusimo doseči donos, ki je višji kot na banki. Treba je nekaj časa in volje, da spoznamo borzne zakonitosti in trg. Vzajemni skladi imajo premajhna nihanja, da bi se nam to izplačalo. Zaenkrat nam tako ostane banka ali pa državne zakladne menice. Koristno je tudi, da imamo na banki neko likvidnostno rezervo.

Tabela 5: Razlike med klasičnim varčevalcem in investitorjem

Klasični varčevalec	Investitor (vlagatelj)
Ščiti vrednost glavnice.	Povečuje vrednost glavnice.
Minimizira tveganje (tveganje spreminjanja vrednosti glavnice in obresti oziroma donosnosti prihrankov).	Skuša doseči čim višjo donosnost prihrankov ob sprejemanju zanj ustrezne ravni tveganja.
Pomembni so mu predvsem redni dohodki iz naslova varčevanja.	Varčuje predvsem zato, da bi povečal vrednost glavnice, ne pa da bi prejemal redne dohodke iz naslova varčevanja.
Vzdržuje likvidnost premoženja.	Premoženje močno razprši med različne naložbe.
Glavnico le delno zavaruje pred inflacijo (za slovenskega varčevalca to še ne velja).	Glavnico dobro zavaruje pred razvrednotenjem zaradi inflacije.

Vir: Kleindienst, 2001, str. 19.

3.1. DOLGOROČNO VARČEVANJE

Kaj mora vsebovati naložba? Najpomembnejše so tri lastnosti: varnost, donos in likvidnost naložbe. Tri stvari, ki se med seboj nekoliko izključujejo. Na splošno velja, da bolj ko je naložba varna, manj donosna je, in obratno. Vendar pa je tudi ta trditev zgolj relativna. Druge lastnosti naložbe, na katere je treba biti pozoren, so še: davčne prednosti, fleksibilnost in preglednost naložbe, stroški varčevanja, ki vplivajo na donos ter tveganost naložbe. Na hitro preletimo te lastnosti: beseda *varnost* govori že sama zase. Varnost osebnega premoženja povečujemo z razpršitvijo naložb. Nekaj v banko, nekaj v vzajemni sklad, nekaj v zavarovalnico, nekaj v nepremičnino, nekaj v posamezne delnice ali obveznice. Naložbo je treba prilagoditi svojim potrebam. Zakaj bi naprimer za pokojnino varčevali samo v zavarovalnici, če je donos naložbe prenizek? Ali pa bi bilo naprimer nesmiselno investirati svoja sredstva v vzajemni sklad samo za nekaj mesecev.

Preden se lotimo donosa, je pomembno omeniti tveganje. Ko ljudje zaslišimo besedo tveganje, najprej pomislimo na slabo stvar, npr. na izgubo. Vendar pa, ko npr. pričakujemo 50% donos, je ta zaradi tveganja lahko »samo« 30- ali pa kar 70-odstoten. Pripravljenost na določeno stopnjo tveganja je osebna lastnost in se razlikuje od varčevalca do varčevalca. Lahko jo definiramo tudi

kot verjetnost, da se pričakovanje varčevalca ne bo uresničilo. Ko se odločamo za dolgoročno varčevanje, moramo iskati naložbo, ki ima možnost večjega *donosa* od inflacije. Samo v tem primeru bomo ustvarili premoženje. V preteklosti se je v Evropi izkazalo, da so po dolgoročnem donosu inflacijo v povprečju prehiteli nepremičnine, delnice in vzajemni skladi. Banke in zavarovalnice pa so bolj ali manj uspešno ohranjale vrednost.

Likvidnost ne pomeni samo, da lahko vedno pridemo do denarja, ampak tudi to, da lahko vedno pridemo do vsaj toliko denarja, kot smo ga vložili. Lahko bi rekli, da je kratkoročna likvidnost še najbolj zagotovljena na našem tekočem računu. Pri dolgoročnem varčevanju pa so pojem za likvidnost vzajemni skladi. Če imamo denar vezan na banki, do denarja ne moremo priti oziroma lahko do njega pridemo v posebnih primerih, odvisno od pogodbe. V zavarovalnici ali pokojninski shemi do denarja sicer lahko pridemo v povprečju po treh letih, odvisno od dobe zavarovanja. Višina zneska, ki ga lahko dvignemo, je enaka odkupni vrednosti, torej glavnici, zmanjšani za različne stroške, ki so v prvih letih varčevanja tako visoki, da od glavnice ostane bore malo. Dolgoročno nepremičnina lahko veliko prinese, vendar je vprašanje njena likvidnost. Če nujno potrebujemo denar, nimamo pa nikakršnih dodatnih prihrankov, razen nepremičnine, ne bomo mogli prodati samo npr. balkona naše nepremičnine. Če se nam bo s prodajo mudilo, je vprašanje, koliko bomo za nepremičnino iztržili. Nerodno je tudi, če bi imeli denar samo v eni delnici. Cena delnice bi lahko padla ravno takrat, ko bi človek potreboval sredstva.

Na naše premoženje lahko zelo vplivajo tudi davki. Pri nekaterih varčevanjih, kot so naprimer pokojninski načrti, lahko uveljavljamo davčne olajšave, vplačani zneski nam zmanjšujejo osnovo za izračun dohodnine. Treba je omeniti tudi delnice in vzajemne sklade kot primer dolgoročnega varčevanja. Če imamo kot fizična oseba točko vzajemnega sklada ali pa delnico v lasti več kot tri leta in jo nato prodamo, ne plačamo davka na kapitalski dobiček. Pri dolgoročnem varčevanju je pomembna fleksibilnost naše naložbe. Naprimer, če izgubimo službo, ali bomo še sposobni varčevati? Pozanimati se je treba, kakšne so posledice, če prenehamo varčevati. Vzajemni skladi ponujajo varčevalcem prav to, da lahko varčujejo kadarkoli in kolikor želijo (minimalno vrednost ene točke). Ko varčujemo, je zelo pomembno, da vemo, kaj se z našo naložbo dogaja in koliko je vredna v vsakem trenutku. To možnost nam omogočajo tako delnice kot tudi vzajemni skladi, saj vrednost točk in delnic lahko spremljamo vsak dan v časopisu in na svetovnem spletu. Zelo pomembni so tudi stroški varčevanja- višina morebitnih vstopnih in izstopnih provizij ter drugih skritih stroškov. Vse to vpliva na naš končni neto donos.

Ko o vsem skupaj premislimo in določimo svoj cilj, je treba izbrati naložbo, vendar idealne ni. Vsaka izmed naložb je za določen cilj boljša od druge. Zato je smiselno, da razpršimo svoje premoženje. Začeti je treba pri temeljih, osnovni socialni varnosti. Najprej si je potrebno urediti vsa zavarovanja, ki jih potrebujemo. Vsak izmed nas, ki še ni v pokoju, potrebuje invalidsko zavarovanje, saj bo v primeru izgube delovne sposobnosti naša zmožnost za delo in s tem možnost zaslužka mnogo manjša. Življenjsko zavarovanje se splača skleniti samo v primeru, da so družinski člani odvisni od našega dohodka in bi bila v primeru naše smrti ogrožena njihova osnovna socialna varnost. Če imamo majhne otroke, je potreba po življenjskem zavarovanju višja kot v primeru, ko so otroci že tik pred lastno zaposlitvijo. Žal v Sloveniji še ne obstaja produkt, kjer bi lahko prilagajali svoje zavarovanje glede na življenjsko obdobje, ne da bi bili za

to prilagoditev deležni dodatnih stroškov. V tujini so taki programi mogoči v t.i. »fond policah« (kombinacija vzajemnega sklada in zavarovanja).

Zavarovalno vsoto lahko družina naloži v banko, zavarovalnico ali vzajemni sklad. Tudi druga zavarovanja, premoženjska in osebna, si je dobro ogledati in se s tem zaščititi pred vsemi tveganji, za katera nimamo zadostnih lastnih sredstev, da bi jih pokrili v primeru nezgode. Varčevanje za pokojnino prek življenjskega zavarovanja ali pa raznih oblik rentnih varčevanj pa je zelo vprašljivo, saj so donosi takih naložb prenizki, da bi na dolgo obdobje dosegli zadovoljiv rezultat. Poleg tega pa obstajajo tudi mnoge pasti, če prekinemo taka varčevanja. Zato je potrebno, da imamo naložbo, iz katere lahko prestopimo v katerokoli drugo naložbo s čim manjšimi stroški. Vzajemni skladi to možnost imajo, pri življenjskih zavarovanjih pa je ta možnost mnogo manjša. In ravno zato je življenjsko zavarovanje nujno potrebno za zavarovanje in ne za varčevanje, ker imamo dovolj drugih možnosti.

Visoki donosi so želja vsakega vlagatelja. Še posebej tistega, ki mu bančne vloge ne dišijo preveč, na VP pa se ne spozna toliko oziroma nima velikih denarnih presežkov, da bi koval dobičke z borznimi špekulacijami. Za človeka, ki mu vsak mesec ostane nekaj malega pod palcem in bi to rad profitabilno naložil, so kot nalašč vzajemni skladi. Res je, da jih poznamo zelo slabo, kar se odraža tudi v primerjavah z razvitim svetom. So pa v drugih državah priljubljena alternativa bankam, saj prinašajo po daljšem obdobju rednih mesečnih vlaganj lepe donose. Poleg tega za transakcije prek skladov vlagateljem ni treba plačevati davkov. Vedno bolj se zavedamo, da so banke primerne za kratkoročna varčevanja in najemanje kreditov, zavarovalnice za zavarovanja, investicijski skladi, med katerimi bi še posebej izpostavila vzajemne sklade, pa so primerni zaradi likvidnosti, donosa ter za dolgoročna varčevanja (npr. za rento).

3.2. PRIMERJAVA VZAJEMNIH SKLADOV Z DRUGIMI OBLIKAMI VARČEVANJA

3.2.1. Vlaganje v vzajemne sklade in v banko

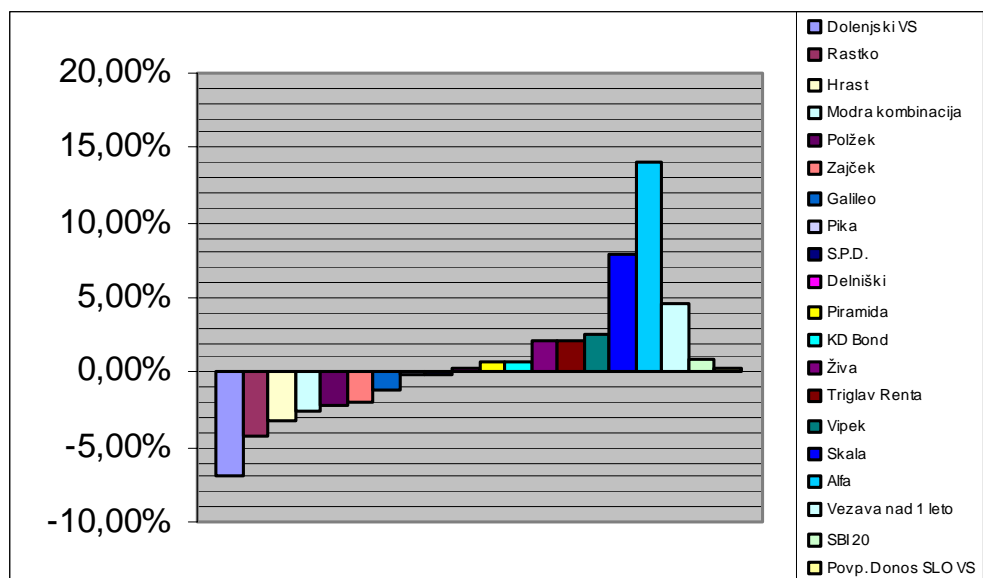
Vzajemni skladi so dolgoročna naložba. Kaj sploh pomeni beseda dolgoročno? Iz preteklih donosov Kmečke družbe lahko ugotovimo, da sta dve leti že dolgoročna naložba, saj so se dvoletni tekoči donosi v SIT za vse vlagatelje, ki so prvič vložili svoja sredstva v obdobju med avgustom 1996 in marcem 1998, gibali za Rastko med 31 in 78 %, za Galileo med 45 in 91% in za KD Bond med 24 in 68%. Za primerjavo lahko omenim povprečni dvoletni donos bančne naložbe, ki se je gibal med 25 in 36%, kar pomeni, da je na dvoletnem nivoju samo KD Bond zaostajal za bančno naložbo. Vlagatelji v vzajemne sklade Kmečke družbe, ki so vložili svoje prihranke v obdobju med avgustom 1996 in marcem 1997, pa so dosegli donose, ki so se gibali pri Rastku med 65 in 119%, pri Galileu med 70 in 131% in pri KD Bondu med 44 in 92%, povprečni donos v tem obdobju v banki pa se je gibal med 45 in 55%. Tekoči enoletni donosi vzajemnih skladov Kmečke družbe so se pri vlagateljih, ki so vložili sredstva v vzajemne sklade

Kmečke družbe v obdobju med avgustom 1996 in marcem 1999, gibali pri Galileu med 6 in 43%, pri Rastku med -2 in 41% in med 10 in 51% pri KD Bondu. Če od donosa odštejemo še vstopno provizijo in davek na kapitalski dobiček (če bi želeli izplačilo prej kot v treh letih), ter nam je znano, da so se enoletne obresti v bankah v tem obdobju gibale med 10 in 17%, ugotovimo, da je denar, ki ga bomo potrebovali prej kot v enem letu, bolje vložiti v banko. Razen, če imamo malo žilice borznega špekulanta in računamo, da bomo denar vložili ravno v tistem času, ko bodo dogajanja na borznem trgu v stagnaciji ali celo v padanju tečajev vrednostnih papirjev. Zaključim lahko, da je v obdobjih, ko vrednosti točk skladov padajo, smiselno točke v skladu obdržati oziroma še dodatno investirati v vzajemne sklade.

Po podatkih Banke Slovenije so imeli prebivalci konec leta 1991 v vezanih vlogah 9 mia SIT, konec leta 2000 pa več kot 442 mia SIT. Varčevanje v bankah se povečuje. Tega ne moremo trditi za področje investiranja v VS. V vzajemnih skladih, ki so v tujini eden izmed najpogostejših načinov dolgoročnega varčevanja, je bilo konec leta 2000 enajst mia SIT. Približno toliko smo imeli v vezanih vlogah leta 1991. Konec leta 1999 je bilo v vseh svetovnih skladih več kot 10.000 mia USD.

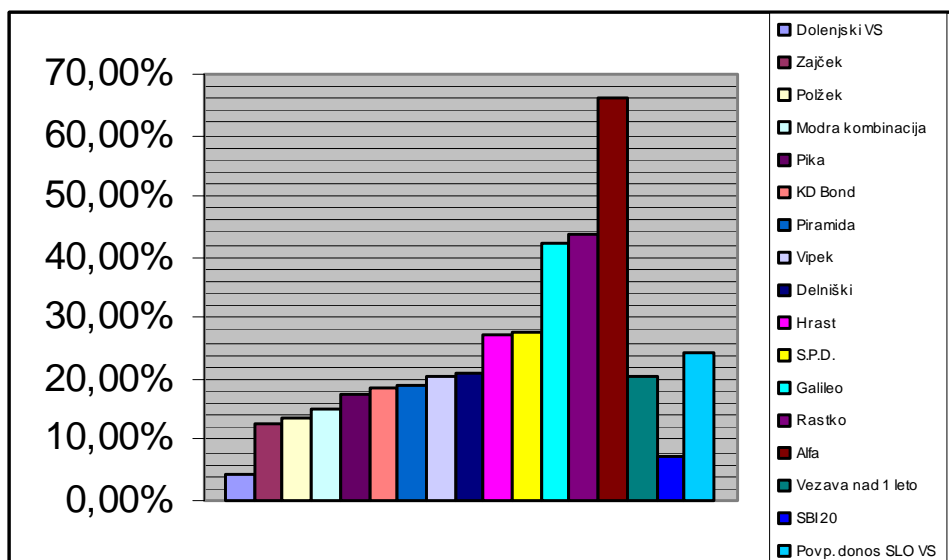
Spodnji sliki prikazujeta realni enoletni in štiriletni donos v tolarjih na dan 13.6.2001. Lepo je razvidno, da so realni kratkoročni donosi vzajemnih skladov v primerjavi z vezavo na banki kot po pravilu nižji od vezave. Če pa primerjamo štiriletne realne donose, je že polovica skladov imela boljši realni donos od povprečne vezave na banki. Daljše, ko je obdobje, bolj se nagiba povprečje na stran vzajemnih skladov in kot po pravilu v večini primerov presega vezavo po desetih letih. Štiriletno obdobje je za vzajemne sklade še vedno prekratko obdobje, razen za vzajemne sklade denarnega trga, ki pa jih v Sloveniji še ni (pojavi naj bi se z novo zakonodajo).

Slika 2: Realni enoletni donos v tolarjih na dan 13.6.2001



Vir: Zorman, 2001c, str. 6.

Slika 3: Realni štiriletni donos v tolarjih na dan 13.6.2001



Vir: Zorman, 2001c, str. 6.

3.2.2. Vlaganje v vzajemne sklade in investiranje v posamezne vrednostne papirje ali v osebni portfelj

Vrednostne papirje lahko kupujemo na borzi prek borznoposredniške družbe. Ta način trgovanja je primeren za tiste z dovolj časa in znanja, da se sami odločajo o nakupu VP. Tistim, ki tega časa in znanja nimajo, se priporoča investiranje v VP prek vzajemnih skladov ali osebnega portfelja pri borzni družbi ali banki. V vzajemnem skladu in v osebni portfelju je denar razpršen med različne VP. Bistvena razlika med portfeljem in vzajemnim skladom je dostopnost. V slednjega lahko vlagajo tudi tisti, ki nimajo veliko denarja. Najmanjši vložek v vzajemni sklad je vrednost ene točke (med nekaj sto in nekaj tisoč tolarji). Za osebni portfelj je potrebnih približno 5 mio SIT. Varnost in donos vzajemnega sklada in osebnega portfelja sta odvisna predvsem od naložbene strukture.

V osebni portfelju lahko aktivno sodelujemo pri naložbeni politiki, medtem ko v vzajemnem skladu te možnosti nimamo. Vendar pa na trgu obstaja več naložbenih politik vzajemnih skladov. Provizije v vzajemnem skladu omejuje Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Vsota vstopne in izstopne provizije ne sme presegati 3%, upravljalna pa ne 2%. Provizijo pri upravljanju osebnega portfelja izberemo med možnostmi, ki nam jih ponudi borzna družba ali banka. Pri upravljanju osebnega portfelja se obračuna tudi stroške klirinško depotne družbe in borze, pri prodaji VP iz portfelja pa tudi 0,1% prometnega davka. Plačati je treba tudi davek na kapitalni dobiček (DKD) v primeru prodaje VP portfelja, ki so bili prodani prej kot v treh letih. Vzajemni sklad davka od prodaje VP pred potekom treh let ne plačuje, ker ni niti fizična niti pravna oseba. Vlagatelji, ki so prodali točke vzajemnega sklada prej kot v treh letih, pa bodo plačali DKD.

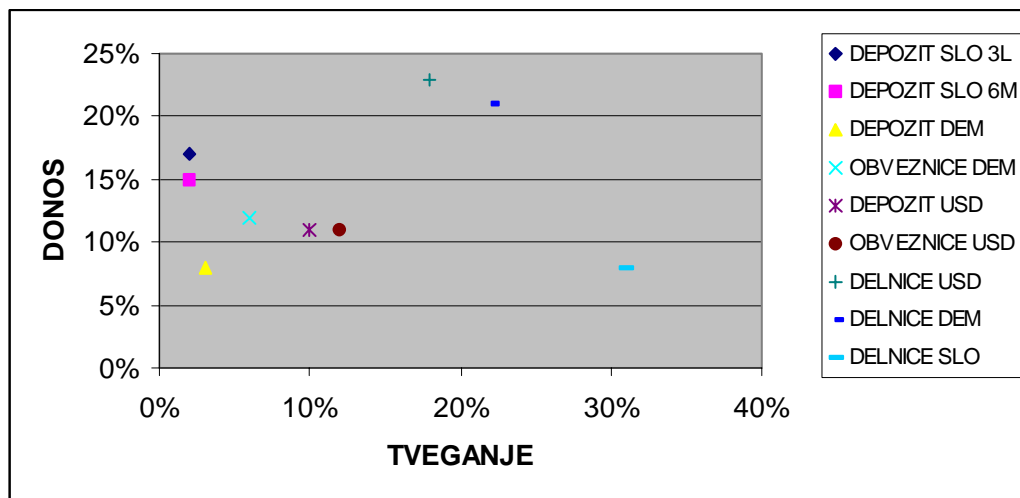
Kam se torej najbolj splača vlagati denarna sredstva? Odgovor ne more biti splošen, saj se ljudje med seboj razlikujemo po osebnostnih lastnostih, željah, potrebah in zmožnostih. Vsekakor pa je modro imeti denar razpršen med različne naložbe.

3.3. NAJDONOSNEJŠE NALOŽBE ZA SLOVENSKE VLAGATELJE V MINULIH LETIH

Pogledamo lahko naložbene možnosti, med katerimi se običajno odločajo naši upravitelji portfeljev: depoziti, obveznice, delnice doma ali na mednarodnih trgih, in sicer za obdobje od leta 1994 do l. 1999. Izhodišče za naložbe so sredstva v domači valuti, zato je pri naložbah na tujih trgih upoštevano gibanje deviznih tečajev. Na domačem trgu pa je upoštevan celotni (nominalni) donos. Povezava temelji na donosnosti in tveganju posamezne naložbe s preostalimi naložbami. Od leta 1994 do konca novembra 1999 so se v omenjenem naložbenem spektru za najdonosnejšo in hkrati za naložbo z najmanjšim tveganjem (nihanjem donosa) pokazali tolarski depoziti. Pri tem so dolgoročni depoziti v povprečju prinašali za okoli dve odstotni točki višji donos od kratkoročnih ob skoraj enakem tveganju. Depoziti v markah (upoštevamo tržne obrestne mere na mednarodnem trgu) so bili po tveganju dokaj primerljivi, vendar so slovenskemu vlagatelju prinašali znatno nižji donos. Višja donosnost depozitov v dolarjih pa je v primerjavi z depoziti v markah s sabo prinašala tudi višja nihanja, predvsem na račun gibanj deviznega tečaja dolarja. Velike razlike v gibanju in dnevna nihanja tečaja obeh valut v primerjavi s tolarjem so v veliki meri posledica načina vodenja tečajne politike Banke Slovenije, posledično pa seveda tudi tečajne politike poslovnih bank.

Kaj pa obveznice? Vlaganje v dolgoročne obveznice namesto v depozite se je pri sredstvih v tuji valuti splačalo na nemškem trgu, ne pa tudi na ameriškem, saj se je tam povečalo predvsem tveganje, vsekakor pa so bile naložbe v tuje obveznice v primerjavi z domačimi depoziti za slovenske vlagatelje slabša naložbena priložnost. Po donosnosti boljše naložba kot tolarski depozit so bile naložbe na tuje delniške trge, vendar je pri teh precej večje tudi nihanje donosov. Pri odločitvi med evropskimi (nemškimi) in ameriški delnicami so boljši končni rezultat tako glede donosa kot tudi glede tveganja dosegli vlagatelji v delnice na ameriškem trgu. Na nemškem trgu so v povprečju v tem času imeli za dve odstotni točki nižji donos. Naložbe na slovenski delniški trg (merjeno z gibanjem indeksa SBI) so se v omenjenem času izkazale za eno najmanj privlačnih naložbenih možnosti, saj so v povprečju na leto v tem času prinašale kar za osem odstotnih točk nižji donos od domačih dolgoročnih depozitov, hkrati pa so se vlagatelji na domačem delniškem trgu srečevali še z bistveno večjimi nihanji. Ta primerjava velja za trge v celoti, seveda pa so imeli vlagatelji možnost dosegati drugačne (tudi višje) donose, če so v določenem obdobju izbrali določeno kombinacijo delnic. Če je bilo take donose mogoče tudi pričakovati in ti niso bili le nagrada za prevzeto večje tveganje, so bili višji donosi tudi v resnici nadpovprečni.

Slika 4: Povprečno letno tveganje in povprečni letni donosi naložb za slovenskega vlagatelja (izraženo v tolarjih), od leta 1994 do novembra 1999



Vir: Treven, 2000, str. 19.

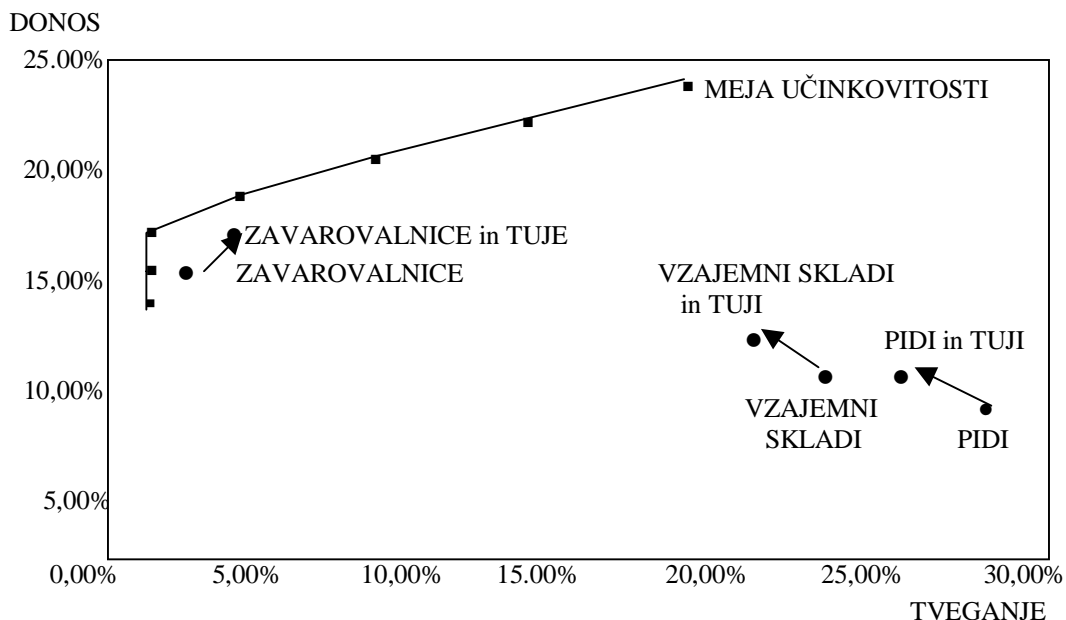
3.3.1. Naši institucionalni vlagatelji

Tipični portfeljski vlagatelji, ki morajo že po zakonu skrbeti za ustrezno obvladovanje tveganj in razpršenost naložb, so zavarovalnice in investicijski skladi. Zaradi različne narave njihovih virov naložb se njihovi naložbeni cilji sicer deloma razlikujejo, za oboje pa so naložbe na tujih trgih zanimive, če jim omogočajo povečanje donosa oziroma boljše razpršenost tveganja. Zato moramo vključitev naložb s tujih trgov pri njih gledati z vidika prispevka k donosu in tveganju že obstoječih portfeljev. Ta prispevek je zaradi načina oblikovanja portfeljev in različnih naložbenih ciljev lahko zelo različen. Naprimer konec leta 1998 so več kot polovico finančnih naložb slovenskih zavarovalnic zavzemali depoziti pri bankah (52 odstotkov), drugi največji sklop pa so bile naložbe v dolžniške vrednostne papirje (37%). Naložbe v delnice so pomenile slabih 6% finančnih naložb. V nasprotju z zavarovalnicami so v sestavi pidov konec oktobra 1999 močno prevladovale naložbe na delniškem trgu (93%), naložbe v obveznice so znašale 1,7%, bančni depoziti pa so zavzemali 0,7% portfeljev.

Vzajemni skladi pa so imeli nekoliko večji delež dolžniških vrednostnih papirjev (17%), njihove naložbe v delnice oziroma lastniške vrednostne papirje so znašale 79%, depoziti pa skupaj z denarnimi sredstvi 3%. Ob upoštevanju donosov in tveganja posameznih kategorij bi se ob predpostavki nespremenjene naložbene strukture v minulih šestih letih še najbolj odrezale zavarovalnice, saj so večinski delež njihovega portfelja pomenile prav naložbe v najdonosnejše tolarске depozite. Večinski delež, naložen na domačem delniškem trgu, za investicijske sklade po drugi strani ni bil ugoden. Predpostavimo, da bi se vključili v vlaganje na tujih trgih in bi naprimer naši investicijski skladi zamenjali 10% naložb na domačem delniškem trgu z ameriškimi delnicami. Izboljšali bi donosnost, zmanjšali pa bi tudi tveganje. Taka naložbena odločitev bi bila zanje v vsakem primeru ugodna. Z zamenjavo depozitnih naložb z ameriškimi delnicami, npr. v višini 10%, bi donosnost portfeljev izboljšale tudi zavarovalnice, vendar le za

ceno prevzemanja višjega tveganja. To nam pokaže tudi slika 5, primerjava z mejo učinkovitosti, ki povezuje portfelje z optimalnim razmerjem med donosom in tveganjem. Portfelji naših zavarovalnic so bili namreč (pri danem tveganju) precej blizu optimalnemu portfelju, kar potrjuje, da so imele zavarovalnice ob nespremenjenem tveganju veliko manj prostora za izboljšanje donosnosti.

Slika 5: Donos in tveganje portfeljev zavarovalnic in inv. skladov ter optimalni portfelji



Vir: Treven, 2000, str. 20.

Prikazana razmerja med donosom in tveganjem veljajo za izbrano minulo obdobje. Pravzaprav se razmerja spremenijo že, če pod drobnogled vzamemo krajše minulo obdobje. To, kar je pomembno za vlagatelje, pa so seveda razmerja med donosom in tveganjem, ki jih lahko pričakujemo v prihodnosti. Za preudarnega vlagatelja, ki želi doseči čimboljše razmerje med donosom in tveganjem, je del premoženja že zdaj smiselno vložiti tudi na tuje trge. Naložbe v tuje delnice, obveznice in depozite namreč kažejo precej šibko povezanost z dogajanjem na domačem trgu. Zato naložbe na svetovnih trgih pripomorejo k boljši razpršitvi tveganj, lahko pa prispevajo bistven delež tudi k večjemu donosu.

4. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI IN V SVETU

4.1. TEČAJNICA

Vlagatelji v vzajemne sklade si lahko vsak dan sproti na razmeroma preprost način izračunajo, koliko je vredno njihovo premoženje. V grobem lahko ugotovimo tudi, koliko moramo plačati ob nakupu novih točk vzajemnih skladov in pa koliko nam bo izplačal upravljalec, če bomo sklad zapustili. Časopisje namreč vsak dan objavlja precej natančno tečajnico vzajemnih skladov. Podatki v njej izkazujejo vrednosti, ki so veljale prejšnji dan ob koncu borznega trgovanja

(največji del vrednosti premoženja v skladih je namreč odvisen od gibanja tečajev vrednostnih papirjev na borzi), zato lahko na dan, ko se odločimo za vplačilo v sklad ali zahtevamo izplačilo, prave vrednosti nekoliko odstopajo.

Tabela 6: Vzajemni skladi na dan 15.9.2000

DZU/ VS	VREDNOST ENOTE PREMOŽENJA V SIT	PRODAJNA CENA ENOTE PREMOŽENJA V SIT	ODKUPNA CENA ENOTE PREMOŽENJA V SIT	SPREME MBA VEP GLEDE NA PREJŠNJI DAN V %	SPREME MBA VEP V TEKO ČEM MESECU V %	SPREME MBA VEP V PREJŠNJEM MESECU V %	SPREME MBA VEP V TE KOČEM LETU V %	ŠTEVILO ENOT V OBTOKU
Abančna DZU/Polžek	3.768,33	3.824,86	3.711,81	0,14	-0,92	2,23	0,25	100.093
Abančna DZU/Zajček	4.027,68	4.088,10	3.967,27	0,08	-1,36	1,83	-1,27	75.798
Avip/Vipek	32.998,86	33.328,85	32.338,89	0,01	-1,06	1,45	-1,28	14.650
Iilrika DZU/Modra komb.	270,73	274,79	266,67	0,04	-0,88	1,35	0,87	620.538
KBM Infond/Hrast	2.728,64	2.810,50	2.728,64	-0,14	-0,23	1,21	-2,19	113.500
KBM Infond/ Miha	260,62	263,75	255,93	0,11	-0,20	1,50	0,80	201.213
KBM Infond/Nika S.P.D.	181,96	184,14	178,68	0,13	0,55	1,50	0,19	437.953
KBM Infond/Nika-delniški	155,53	157,40	152,73	0,20	0,39	1,63	-4,64	391.767
KD/Galileo	818,40	842,95	818,40	0,01	-0,90	2,99	-6,43	5.844.487
KD/KD Bond	1.807,67	1.843,82	1.807,67	0,05	0,50	1,15	8,93	56.889
KD/Rastko	2.029,62	2.090,51	2.029,62	0,10	-0,68	0,09	-7,85	688.424
Krekova družba/Skala	5.599,47	5.711,46	5.543,48	-0,08	-1,02	2,29	11,99	35.689
LB Maksima/LBM Piramida	24.844,56	#	24.596,11	0,06	0,14	1,76	4,37	17.657
Primorski skladi/Pika	2.618,68	2.657,96	2.579,40	0,09	-0,28	1,60	4,02	91.480
Primorski skladi/Živa	962,13	976,56	947,70	0,03	-1,45	2,25	-1,63	206.469
Probanka/Alfa	3.929,18	4.047,06	3.929,18	-0,13	-0,93	2,09	11,18	106.554
Triglav/Renta	1.057,98	1.057,98	1.026,24	-0,04	-0,71	2,01	5,76	105.234
Vizija/Dolenjski VS	232,94	236,43	229,45	0,03	-1,51	2,33	-0,55	403.752

Vir: Viršek, 2000, str. 13.

Če izpustimo prvo rubriko tečajnice, v kateri so navedene družbe za upravljanje in njeni skladi, je prvi številčni podatek vrednost enote premoženja. Pove nam, koliko premoženja sklada, ki je vsak dan znova ovrednoteno s posebej predpisano metodologijo (razlike so odvisne od tega, ali gre za tržne ali netržne VP, bančne depozite, nepremičnine), odpade na eno enoto premoženja sklada. Vrednost, ki jo pogosto imenujemo tudi točka, se med skladi precej razlikuje: od 150 pa do več kot 30.000 tolarjev. Znesek tako predvsem pove, da lahko za 100.000 tolarjev pri enem skladu kupimo več kot 600 enot premoženja, pri drugem pa le dobre tri. Skoraj ničesar pa iz njega ne moremo sklepati o uspešnosti sklada. Velika absolutna vrednost točke je res lahko posledica dobrega gospodarjenja upravljalca sklada v minulih letih, vendar je pomembno tudi to, da je bila izhodiščna vrednost točk pri nekaterih upravljalcih 100, pri drugih pa 10.000 tolarjev. Druga številčna kolona v tečajnici je prodajna cena enote premoženja. To je podatek iz prve kolone, povečan za vstopno provizijo, ki velja v skladu. Po tej vrednosti lahko vlagatelji kupujejo nove točke. Obratno velja za naslednji podatek, odkupno ceno enote premoženja. Predstavlja srednjo vrednost točke, zmanjšano za provizijo, ki jo upravljaletc imetniku zaračuna ob izstopu iz sklada. Naslednje štiri rubrike govorijo o tem, kako se vrednost sredstev v skladu spreminja v času in povejo največ o uspešnosti upravljanja vzajemnega sklada. Iz podatkov lahko razberemo, za koliko se je vrednost točke povečala v enem dnevu, od začetka meseca, v katerem smo, od istega dne minulega meseca, ter od začetka leta. Zadnja rubrika, število enot v

obtoku, pa nam pove, koliko točk sklada imajo v lasti vlagatelji. Če ta podatek pomnožimo s tistim iz prve kolone, dobimo velikost vzajemnega sklada, izraženo v denarju.

Od 1.7.2001 dalje pa družbe za upravljanje v dnevem časopisju objavljajo poleg podatkov o spremembi VEP glede na prejšnji dan tudi spremembe VEP v preteklih 6 mesecih, v preteklem letu in v preteklih treh letih. Družbe za upravljanje morajo podatke o poslovanju oziroma donosnosti vzajemnih skladov objavljati in poročati Agenciji za trg vrednostnih papirjav v skladu z novimi navodili, kot jih je s sklepom o spremembi sklepa o poročanju in obveščanju javnosti o poslovanju investicijskih skladov določila agencija maja letos. Poleg donosnosti in podatkov o tem, kakšna je bila vrednost enote premoženja VS dan pred objavo v časopisu in koliko enot vzajemnega sklada je bilo v obtoku, morajo družbe za upravljanje zdaj sporočiti tudi, kolikšna je bila najvišja skupna vstopna in izstopna provizija, ki se zaračunava ob nakupu in prodaji enote premoženja vzajemnega sklada (Pušnik, 2001, str.2).

Tabela 7: Vzajemni skladi na dan 9.8.2001

DZU/VS	VEP V SIT	SPREME MBA VEP GLEDE NA PREJŠNJI DAN V %	SPREME MBA VEP V PRETEKL IH 6 MES EC. V %	SPREME MBA VEP V PRETEKL IH 12 MES. V %	SPREME MBA VEP V PRETEKL IH 36 MES. V %	ŠTEVILO ENOT V OBTOKU	MAKSIM ALNA VSTOP NA PROVI ZIJA	MAKSIM ALNA IZSTOP NA PROVI ZIJA
Abančna DZU/Polžek	427,46	-0,01	7,18	13,54	30,66	686.229	2,00%	1,00%
Abančna DZU/Sova	106,59	0,14	4,51			3.495.974	0,00%	0,00%
Abančna DZU/Zajček	464,43	-0,01	7,50	14,37	25,78	691.771	2,00%	1,00%
Avip/Vipek	39.165,50	0,17	8,78	17,72	32,83	12.058	1,00%	2,00%
Iilirika DZU/Modra ko.	311,52	0,02	5,84	14,26	32,99	688.265	1,40%	1,40%
KBM Infond/Delniški	193,75	-0,04	9,66	26,87	34,84	340.620	3,00%	0,00%
KBM Infond/Hrast	3112,88	-0,18	6,29	14,20	33,31	94.307	3,00%	0,00%
KBM Infond/S.P.D.	218,05	-0,15	8,05	22,11	39,04	454.976	3,00%	0,00%
Kmečka družba/Galileo	956,52	0,25	8,43	18,30	31,16	5.687.147	3,00%	0,00%
KD/KD Bond	1.980,17	0,14	4,73	10,66	41,53	94.556	2,00%	0,00%
Kmečka družba/Rastko	2.354,96	0,17	7,07	14,38	40,22	793.737	3,00%	0,00%
Krekova družba/Skala	6.817,05	0,06	10,57	21,46		66.151	2,00%	1,00%
LB Maksima/LBM Pir.	27.757,20	0,11	5,42	12,62	34,00	16.078	2,00%	1,00%
Primorski skladi/Pika	3015,93	0,29	7,90	15,70	43,46	79.512	1,50%	1,50%
Promorski skladi/Živa	1.159,92	0,13	10,64	19,74		176.323	1,50%	1,50%
Probanka/Alfa	4.992,69	0,16	11,01	25,36	69,90	166.023	3,00%	0,00%
Triglav D.U./Renta	1.222,66	0,12	8,11	15,93		100.451	0,00%	3,00%
Vizija/Dolenjski VS	256,28	-0,05	3,57	8,69	15,55	371.877	1,50%	1,50%

Vir: Vzajemni skladi na dan 9.8.2001, 2001, str. 18.

4.2. DONOSI SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV

V Sloveniji trenutno deluje 18 vzajemnih skladov, ki so jih pred sprejetjem Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) upravljale borznoposredniške hiše oziroma borzni oddelki bank. Od 1.1.1995 naprej upravljajo vzajemne sklade družbe za upravljanje. Od tega se jih z upravljanjem z vzajemnimi skladi trenutno ukvarja 11, in to predvsem takih, katerih ustanovitelji so banke in zavarovalnice, oziroma takih, ki so jih ustanovili podjetniško naravnani zasebniki, ki so se že prej v okviru borznega posredništva ukvarjali z upravljanjem sredstev v vzajemnih skladih. Vzajemni skladi so se razvili iz

individualnega upravljanja s portfelji oziroma vzporedno z njimi in so bili zaradi odsotnosti regulative precej privlačni za upravitelje.

Prvi vzajemni sklad v Sloveniji je bil VS Galileo. Pričel je poslovati 1.1.1992, posluje pa še danes in je tudi največji po obsegu vrednosti sredstev. Konkurenco je dobil šele konec leta 1992, ko se mu je pridružil vzajemni sklad LBM Piramida. V letu 1993 so bili ustanovljeni trije vzajemni skladi, leto dni kasneje pa kar osem. Tako je v Sloveniji do spremembe zakonodaje (1.1.1995) že obstajalo trinajst vzajemnih skladov. Po 1.1.1995 so morali vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje, ustanovljenih po ZISDU-ju. S to zahtevo ter ostalimi pogoji in obvezami, ki jih je prinesel ZISDU, so mnoge borzne hiše opustile idejo o upravljanju vzajemnih skladov. Pravzaprav je odločitev logična, saj z vidika ekonomskega interesa borzne hiše realizirajo več prihodkov s klasičnim svetovanjem, predvsem pa z individualnim upravljanjem s portfelji (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 109-110).

Obstaja bistvena razlika med varčevanjem pri npr. 4-odstotnem in 10-odstotnem povprečnem letnem donosu. Oseba, ki bi 25 let varčevala po 100 DEM mesečno, bi v primeru 4-odstotnega povprečnega letnega donosa privarčevala 50.885 DEM, v primeru 10-odstotnega povprečnega letnega donosa pa 123.332 DEM. Vzajemni skladi nam ne jamčijo donosa. To je lahko tudi prednost. Če nam nekdo nekaj jamči, nam zagotavlja, da nikoli ne bomo dobili manj, in hkrati, da ne bomo dobili več. V vzajemnem skladu lahko dobimo tudi manj, vendar imamo vedno možnost dobiti tudi več. Najstarejši slovenski VS Galileo je tako tistemu, ki je varčeval po 100 DEM mesečno od ustanovitve januarja 1992 do septembra 2000, ustvaril več kot 23.000 DEM. V zadnjih petih letih je njegov povprečni letni donos na DEM več kot 14%.

4.2.1. Najdonosnejši slovenski VS v zadnjih petih letih

Najdonosnejši vzajemni sklad v zadnjih petih letih je bil vzajemni sklad Alfa (glej tudi prilogo 3).

Tabela 8: Prikaz donosnosti vzajemnega sklada Alfa

Datum	Vrednost v SIT	Donos od ustanovitve v SIT	Letni donos v SIT	VEP v DEM	Donos od ustanovitve v DEM	Letni donos v DEM
01.03.94	1.000,00			12,84		
31.12.94	1.305,45	30,55%	30,55%	15,99	24,51%	24,51%
31.12.95	1.650,49	65,05%	26,43%	18,78	46,24%	17,45%
31.12.96	1.927,13	92,71%	16,78%	21,18	64,92%	12,78%
31.12.97	2.380,67	138,06%	23,53%	25,22	96,38%	19,07%
31.12.98	2.866,41	186,64%	20,42%	29,75	131,65%	17,96%
31.12.99	3.534,21	253,42%	23,30%	35,09	173,23%	17,95%
31.12.00	4.391,02	339,10%	24,23%	40,60	216,20%	15,72%
30.06.01	4.593,29	359,33%	4,61%	41,75	225,12%	2,82%

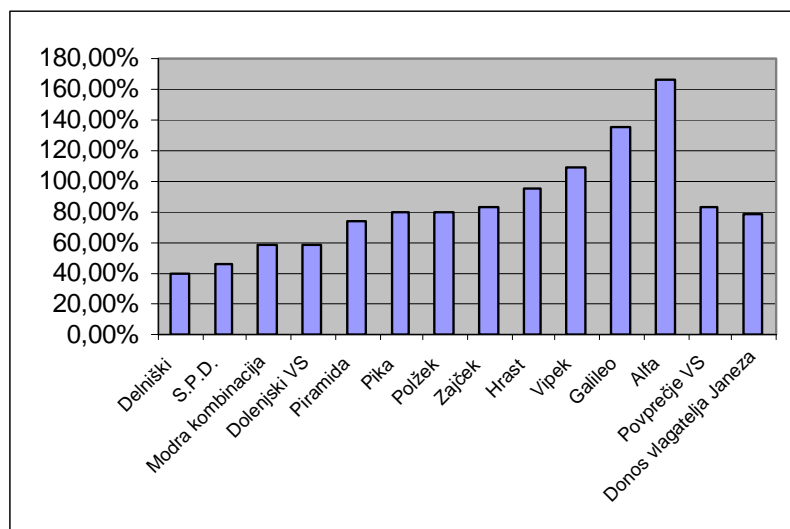
Vir: Interni podatki Probanke DZU.

4.2.2. Vzorec vzajemnih skladov

Ponavljaja se vzorec, ki ga opazujemo iz leta v leto. Vlagatelji v VS na koncu leta obrnejo hrbet tistim skladom, ki so imeli slabše letne rezultate in začnejo vplačevati v tiste, ki so imeli v minulem letu najvišje donose. Vplačila na podlagi minulih letnih donosov se vrstijo od januarja do marca, v maju pa se vse skupaj začne umirjati, razen če se pojavi visoka rast vrednosti točk skladov. Vzorec ni značilen samo za Slovenijo, saj se podobno dogaja povsod po svetu. Vlagatelji zaradi prepogostega menjavanja skladov, predvsem zaradi vlaganja v tiste sklade, ki so bili v minulem letu najbolj donosni, dolgoročno izgubijo tudi 30% in več.

Koliko bi vlagatelj izgubil, če bi vsako leto denar vložil v sklad, ki je bil v minulem letu najbolj donosen? Upoštevamo vstopne in izstopne provizije, ki veljajo danes, in obdobje od 1.1.1996 do 18.5.2001. Npr. vlagatelj Janez je v začetku leta 1996 vložil sredstva na podlagi minulega donosa v najbolj donosen vzajemni sklad v l. 1995- v Modro kombinacijo. Konec leta 1996 se je vrednost premoženja, upoštevaje vstopno provizijo zmanjšala za 5,18%. Vlagatelj Janez je točke razočaran prodal. Ker ni ustvaril dobička, mu ni bilo treba plačati davka. Iskal je vzajemni sklad, ki je imel v letu 1996 najvišji donos. Našel je Galilea. Vrednost njegovega premoženja je z upoštevanjem vstopne provizije na koncu leta 1997 narasla za 25,50%. Ker je bil Galileo najbolj donosen tudi v letih 1997 in 1998, je denar pustil v Galileu tudi v letih 1998 in 1999. Konec leta 1999 pa je bil najbolj donosen VS Rastko, ki je Galilea prehitel za skoraj 13%. Vlagatelj Janez se s tem ni mogel sprijazniti in tako je vse vložil v Rastka. Davka ni plačal, saj je imel denar v Galileu več kot tri leta. In ko se je odločil za Rastka, je v letu 2000 začel padati borzni indeks SBI 20. Ob upoštevanju vstopne provizije se je vrednost premoženja zmanjšala za 4,44%. Vlagatelja Janeza tudi to ni izučilo. Vse je vložil v sklad Alfa, ki je bil v letu 2000 najuspešnejši. Njegovo premoženje se je od začetka leta 1996 do 18.5.2001 povečalo za 78,44%. Ta donos je bil za skoraj 4% nižji od povprečja, ki so ga dosegli vlagatelji v slovenskih vzajemnih skladih, če niso menjavali skladov tako kot vlagatelj Janez.

Slika 6: Primerjava donosov vzajemnih skladov z donosom vlagatelja Janeza



Vir: Zorman, 2001b, str. 6.

4.2.3. Revizijsko poročilo

V prilogi 4 si lahko ogledamo povzetek revizijskega poročila vzajemnega sklada Galileo za poslovno leto 2000, h kateremu je dne 11.5.2001 podal pozitivno mnenje tudi odbor investitorjev vzajemnega sklada Galileo. Revizijo računovodskih izkazov je opravila revizijska družba PricewaterhouseCoopers d.d. in izdala naslednje mnenje: »Revidirali smo računovodske izkaze vzajemnega sklada Galileo po stanju na dan 31.12.2000, obstoj in delovanje internih kontrol, poročanje in obveščanje javnosti, izračunavanje vrednosti enote premoženja in usklajenosti naložb sklada z zahtevami 93. do 99. člena Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje in v skladu z omejitvami medsebojnih poslov z vrednostnimi papirji- 109. člen, in podali pozitivno mnenje.« (PricewaterhouseCoopers d.d.)

4.2.4. Obseg naložb v vzajemne sklade v Sloveniji

Z osemnajstimi delujočimi vzajemnimi skladi trenutno upravlja 11 družb za upravljanje: Abančna DZU, Avip, Ilirika DZU, KBM Infond, Kmečka družba, Krekova družba, LB Maksima, Primorski skladi, Probanka, Triglav D.U. in Vizija. Skladi pa so sledeči: Polžek, Sova, Zajček, Vipek, Modra kombinacija, Delniški, Hrast, S.P.D., Galileo, KD Bond, Rastko, Skala, LBM Piramida, Pika, Živa, Alfa, Renta in Dolenjski vzajemni sklad. V naslednji tabeli je predstavljena razvrstitev vzajemnih skladov v razrede glede na obseg mase sredstev po stanju na dan 9.8.2001.

Tabela 9: Vzajemni skladi glede na vrednost sredstev po podatkih na dan 9.8.2001

Masa sredstev v skladu	Število vzajemnih skladov	Delež od vseh skladov
Do 100.000.000 SIT	3	16,7%
Do 200.000.000 SIT	2	11,1%
Do 400.000.000.SIT	7	38,9%
Nad 400.000.000 SIT	6	33,3%

Vir: Vzajemni skladi na dan 9.8.2001, 2001, str. 18.

Po obsegu sredstev, s katerimi se v vzajemnem skladu upravlja, daleč pred vsemi vodi najstarejši vzajemni sklad Galileo, ki upravlja z več kot 5 mia SIT. Ne vodi le na lestvici največjih vzajemnih skladov glede na vrednost upravljanja, pač pa ima tudi najdaljšo zgodovino upravljanja v Sloveniji.

4.2.5. Vzajemni skladi v letu 2000 in v prvem polletju leta 2001

Ob koncu leta 2000 je poslovalo 19 vzajemnih skladov, ki jih je upravljal 11 družb za upravljanje. Število vzajemnih skladov se je v letu 2000 povečalo za dva zaradi ustanovitve vzajemnega sklada Skala in vzajemnega sklada Sova. Skupna čista vrednost sredstev v vzajemnih skladih ob koncu leta 2000 je znašala 10,68 mia SIT, to je za 22,4% več kot ob koncu leta 1999. Največji vzajemni sklad v letu 2000 je bil Galileo, ki ga upravlja Kmečka družba za upravljanje. Čista vrednost sredstev vzajemnega sklada Galileo je bila 5,067 mia SIT, kar pomeni, da je v letu 2000 pridobil le 4,7%, medtem ko se je njegova čista vrednost sredstev v letu 1999 povečala kar za 144%. Tržni delež sklada Galileo je ob koncu leta 2000 znašal 47,4%,

kar je za osem strukturnih točk manj kot ob koncu leta 1999. Čista vrednost sredstev vzajemnega sklada Rastko je ob koncu leta 2000 znašala 1,6 mia SIT, kar je za 761,5 mio SIT več kot ob koncu leta 1999, s čimer se je tržni delež vzajemnega sklada Rastko povečal za 5,3 strukturne točke. Tako po donosnosti kot po povečanju števila enot so bili v letu 2000 najuspešnejši skladi Alfa (sredstva so se povečala za 206%), KD Bond (97,8%) in Skala.

Tabela 10: Čista vrednost sredstev vzajernih skladov ob koncu 1999 in 2000

Vzajemni sklad	31.12.1999 (v SIT)	31.12.2000 (v SIT)	Sprememba(v %)
Galileo	4.838.513.948	5.066.884.186	4,72
Rastko	862.298.451	1.623.821.741	88,31
Alfa	184.891.672	567.359.799	206,86
Vipek	527.258.529	481.617.845	-8,66
LBM PIRAMIDA	461.734.499	458.637.687	-0,67
Polžek	426.275.956	367.492.054	-13,79
Skala	0	311.826.442	-
Zajček	336.385.306	308.399.824	-8,32
Hrast	242.472.693	301.284.866	24,26
Pika	233.912.090	230.074.075	-1,64
Modra kombinacija	183.252.764	219.773.166	19,93
Živa	113.498.050	192.824.497	69,89
KD Bond	72.278.480	145.430.662	101,21
Triglav Renta	13.003.969	113.167.775	770,26
Dolenjski vzajemnisklad	95.099.594	91.816.347	-3,45
SPD	34.073.211	83.555.920	145,22
Delniški	53.425.435	65.101.041	21,85
Miha	46.865.738	49.069.473	4,70
Sova	0	949.777	-
Skupaj	8.725.240.386	10.679.087.177	22,39

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000.

Tabela 11: Deleži posameznih DZU pri upravljanju vzajernih skladov na dan 31. 12. 2000, merjeno po obsegu čiste vrednosti sredstev v upravljanju

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

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000.

Med največjimi naložbami vzajemnih skladov prevladujejo naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Teh je bilo ob koncu leta 2000 za 8,4 mia SIT oziroma 78,4% vseh naložb. Obveznic (brez obveznic Republike Slovenije) je bilo za 953,2 mio SIT (8,9% vseh naložb), obveznic Republike Slovenije za 353,7 mio SIT (3,29% vseh naložb) in kratkoročnih vrednostnih papirjev Banke Slovenije za 359,4 mio SIT (3,35% vseh naložb). V letu 2000 so se naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, glede na leto 1999 povečale za 1,8 mia SIT, to je kar 94% skupnega prirasta naložb v vzajemne sklade v letu 2000. V letu 2000 so se med naložbami vzajemnih skladov pojavili tudi tuji vrednostni papirji. Število vlagateljev v vzajemne sklade se je do konca leta 2000 povečalo na 11.986, to je za 3.173 oziroma 36% več kot leto poprej. V prvih treh vzajemnih skladih po številu vlagateljev je kar 82,6% vseh vlagateljev, kar pomeni, da je njihova koncentracija zelo visoka (glej tudi prilogo 5).

Nominalna donosnost vzajemnih skladov v letu 2000, merjena kot sprememba VEP, se je gibala med -1,57% in 24,24%, tehtano povprečje tako merjenih nominalnih donosnosti pa je znašalo 4,01%. Le trije vzajemni skladi niso presegli tehtane povprečne donosnosti vseh vzajemnih skladov (Rastko, Galileo, Dolenjski VS). Ti so ob koncu leta 2000 imeli kar 63,5% delež. Leto 2000 je bilo z vidika pritoka novih sredstev v vzajemne sklade manj ugodno kot leto 1999. Neto vplačila so znašala 1,7 mia SIT, kar je skoraj za pol manj kot v letu 1999. V letu 2000 so se glede na leto 1999 vplačila v vzajemne sklade znižala za 19,4%, izplačila pa povišala za 65%.

Vzajemni skladi v prvem polletju 2001: 18 slovenskih VS (likvidacija vzajemnega sklada Miha) prvo polletje ni ustvarilo pretirano visokih donosov, le en sklad pa je imel negativen donos. Najbolj donosni so bili skladi Skala, Vipek in Alfa. Donosi naj bi se v drugi polovici leta precej popravili, saj naj bi skladi prejeli izplačilo večine dividend, prav tako naj bi prihod tujcev na Ljubljansko borzo dvignil tečaje delnic, vsaj tistih podjetij, ki kotirajo v borzni kotaciji. Obseg sredstev v slovenskih vzajemnih skladih je ob koncu junija znašal 11,006 mia SIT.

4.3. DONOSNOST NALOŽB SLOVENSkih VZAJEMNIH SKLADOV V PRIMERJAVI Z DONOSNOSTJO VZAJEMNIH SKLADOV V TUJINI

V razvitih tržnih gospodarstvih investicijski skladi igrajo precej pomembnejšo vlogo kot pri nas. To še posebej velja za ZDA in druge anglosaške dežele, katerih pokojninski sistem in finančni sistem nasploh posameznike še posebej spodbuja k dolgoročnemu varčevanju v vrednostnih papirjih. V teh državah prebivalstvo investicijske sklade postavlja ob bok varčevalnim možnostim, ki jih ponujajo poslovne banke. Razvoj vzajemnih skladov je bil še posebej hiter v zadnjih dveh desetletjih.

V naslednji tabeli so prikazani najdonosnejši vzajemni skladi v tujini v preteklosti. Tabela vsebuje ime skladov in njihov nominalni ter realni donos. V tabeli 12 so predstavljeni najdonosnejši VS v tujini v trimesečnem obdobju.

Tabela 12: Najdonosnejši vzajemni skladi v tujini- opazovano obdobje: trimesečje (1.- 3. 98.)

Ime sklada	Nominalen donos v %	Koeficient	Realen donos v %
IAI Value Fund	34,24	1,007	33,31
AIM European Development A	25,67	1,007	24,80
Federated Intl Small Co Fd A	25,03	1,007	24,16
Federated Intl Small Co Fd C	24,79	1,007	23,92
Federated Intl Small Co Fd B	24,78	1,007	23,91
Fidelity France Fund	23,10	1,007	22,24
Waddell & Reed Intl Growth Y	22,88	1,007	22,03
Waddell & Reed Intl Growth B	22,50	1,007	21,65
Fidelity Germany Fund	22,15	1,007	21,30
SmBarney World- European A	20,68	1,007	19,84

Vir: Bureau of Labor Statistics USA in internetni naslov [<http://biz.yahoo.com/p/tops/all.html>].

Iz gornje tabele je razvidno, da realen donos najboljšega VS v trimesečnem obdobju presega 33%. Vsi ostali, ki mu sledijo, so daleč za njim, saj je realen donos drugega na lestvici precej manjši: 24,80%. Trimesečna donosnost VS v Sloveniji v opazovanem obdobju pa je bila izredno nizka, saj kar 9 od 15 VS ni doseglo realne pozitivne donosnosti. Kljub dejstvu, da imajo najdonosnejši VS v tujini precej višje trimesečne donose, pa so podatki za prvo trimesečje leta 1998 v Sloveniji izredno slabi. Že naslednje trimesečje bi prikazalo boljšo sliko donosnosti slovenskih vzajemnih skladov. Najvišji enoletni realni donosi so precej visoki, saj krepko presegajo 50%. Najvišji realni donos vzajemnega sklada v enoletnem obdobju v Sloveniji je dosegel VS Galileo. V letu 1993 je njegova realna donosnost znašala 51,32%. Primerjava realne donosnosti v triletnem obdobju nam pokaže velik razkorak med tujino in Slovenijo. Z izjemo VS Galileo, je donos ostalih slovenskih VS precej nižji od svetovnih. Kljub slabšemu rezultatu pa velja omeniti, da slovenski VS nimajo dolge preteklosti in so slabši rezultati najbrž tudi posledica »kratke zgodovine« vzajemnih skladov v Sloveniji. Primerjava za desetletno obdobje med vzajemnimi skladi v tujini in v Sloveniji ni mogoča, saj sta prva dva VS v Sloveniji nastala šele leta 1992. Trend donosnosti v tujini nam kaže upadanje donosov na letni ravni, v kolikor je opazovano obdobje daljše.

Donosnost sklada je na dolgi rok odvisna tudi od vrste sklada, torej od naložbene politike sklada. Na svetu obstaja veliko število vzajemnih skladov, ki jih uvrščamo v posamezne skupine glede na to, v katere vrednostne papirje pretežno vlagajo sredstva, kakšen je njihov cilj ter naložbena politika.

Tabela 13: Povprečna letna donosnost tujih vzajemnih skladov po vrstah skladov (v%)

Vrste skladov	1 leto	5 let	10 let
Skladi rasti	22,86	18,63	16,28
Skladi rasti malih podjetij	-0,22	13,72	15,45
Mednarodni lastniški skladi	13,02	7,54	8,62
Skladi ravnotežja	13,48	13,39	12,81
Skladi rasti in dohodka	16,99	18,67	15,73
Lastniški skladi dohodka	10,89	16,37	14,32
Skladi podjetniških obveznic	7,47	6,32	8,53
Skladi ameriških državnih VP	8,07	6,01	8,00
Skladi komunalnih obveznic	5,32	5,33	7,48

Vir: Matko, 1999, str. 530.

Tako so naprimer skladi rasti in mednarodni lastniški skladi slabše donosni na dolgi rok. Omenjeno ne velja za sklade rasti, ki vlagajo delnice v majhna podjetja, sklade obveznic in sklade komunalnih obveznic. Dokaj stabilni v vseh obdobjih so ostali omenjeni skladi. To so skladi ravnotežja, skladi rasti in dohodka ipd.

Tuji vzajemni skladi: Na svetu je okoli 50.000 vzajemnih skladov, ki obračajo okoli 11.000 mia USD vredno premoženje. Za globalno strukturo vzajemnih skladov bi lahko rekli, da so v njej vse mogoče oblike vzajemnih skladov. V tabeli 14 je prikaz eno- in triletne donosnosti za globalne delniške in globalne obvezniške vzajemne sklade. Iz različnih donosnosti posameznih upravljalcev lahko sklepamo, da se njihova naložbena politika razlikuje. V zadnjem letu so vsi globalni delniški vzajemni skladi, z izjemo Templetona, pridelali izgubo, kar je posledica upada tečajev na vseh svetovnih borzah zaradi neizpoljenih pričakovanj v sektorju telekomunikacij. Pregled triletne donosnosti pokaže povsem drugačno sliko, kljub temu, da tudi v tem obdobju vsi opazovani skladi niso ustvarili dobička. Razen z nekaj izjemami je donosnost globalnih obvezniških vzajemnih skladov v zadnjem letu pozitivna, donosnost v zadnjih treh letih pa je negativna le pri dveh opazovanih skladih. Razlike v donosnosti med obema vrstama skladov v enoletnem in triletnem obdobju potrjujejo zakonitost, da donosnost obvezniških vzajemnih skladov niha občutno manj v primerjavi z donosnostjo delniških vzajemnih skladov (glej tudi prilogo 6).

Tabela 14: Donosi tujih vzajemnih skladov v eno- in triletnem obdobju

Upravljalec	Št. delniških skladov	Št. obvezniških skladov	Št. ostalih skladov	Donosnost globalnega delniškega sklada v %		Donosnost globalnega obvezniškega sklada v %	
				1 leto	3 leta	1 leto	3 leta
UBS	66	49	10	-15,35	27,94	4,26	3,97
Pioneer	22	6	-	-34,95	4,43	10,95	5,95
Templeton	110	*	*	20,77	17,65	4,33	15,14
Fidelity	38	4	9	-32,80	8,80	-2,10	3,90
ABN Amro	7	2	5	-35,49	-0,84	11,48	5,45
Morgan Stanley	23	8	2	-13,18		0,76	
DWS	44	29	50	-10,20	65,50	5,30	2,90
Goldman Sachs	19	10	11	-28,92	-3,30	9,91	18,60
Mercury	39	*	*	-32,49	-3,30	4,81	3,67
Prudential	10	17	11	-24,79	1,74	2,75	1,74
Salomon Brothers	13	*	*	-31,36	-11,09	0,47	-1,44
Touchstone	9	5	7	-39,12	-5,08	7,82	5,60
Warbung	25	6	4	-39,12	-5,08	7,82	5,60
Charles Schwab	12	7	11	-28,74	4,22	9,08	4,57
Parvest (Paribas)	42	16	18	-17,13	4,87	-0,70	2,10
ACM Funds	16	6	-	-37,69	-2,58	9,42	5,14
Julius Baer	19	16	36	-37,80	-0,90	-1,10	-0,30
Kredietbank	18	12	22	-33,05	12,16	10,59	23,02
MFS	31	*	*	-7,85	15,58	-17,50	12,72
Kemper	31	16	10	-4,71	11,61	3,70	2,36
'eligman	*	*	*	-17,17	13,24	-3,90	4,74
Union Bancaire Pr.	12	12	18	-25,40	53,64	6,34	21,97

* ni podatkov

Vir: Poljašević, 2001, str. 31.

5. PRIHODNOST VZAJEMNIH SKLADOV

O »vzajemcih« iz prve roke- kakšno je videnje vzajemnih skladov: Predstavniki družb za upravljanje vlagatelje ob njihovi odločitvi za naložbe v vzajemne sklade seznanijo z vsemi prednostmi in jim svetujejo dolgoročno naložbo v vzajemni sklad. Zato ob negativnih dogajanjih na borzi ne zasledimo močnejšega odliva sredstev iz skladov, vplačila so še vedno večja od izplačil. Teoretično gledano velja za vzajemne sklade celo nasprotno, saj so s stališča dolgoročnega vlagatelja nizki tečajji priložnost, da se z vstopom v sklad zasluži čez leto ali dve, ko bodo delnice zrasle. Vseeno pa se za vlaganje svežega denarja v sklade ljudje odločajo večinoma takrat, ko delnice na trgu rastejo in z njimi točke vzajemnih skladov. V času padajočih tečajev se število vlagateljev, ki iz vzajemnih skladov izstopajo, ni povečalo v primerjavi z obdobjem, ko je vrednost enote naraščala. Zmanjšalo pa se je število morebitnih novih investitorjev oziroma novih vplačil.

5.1. SLABOSTI IN KRITIKA VZAJEMNIH SKLADOV

Po izkušnjah upravljalcev skladov je varčevanje z vlaganjem v vzajemni sklad v Sloveniji še vedno dokaj »eksotično« ter omejeno na razmeroma ozek krog premožnejših in bolj izobraženih ljudi. Slovenci vzajemne sklade slabo poznajo. Kot oblika varčevanja bo dejavnost prodrla, ko bodo potencialni vlagatelji o vzajemnih skladih dovolj poučeni. Ob splošnem mrtvilu na trgu kapitala, ki ga zaznamujejo predvsem slaba likvidnost vrednostnih papirjev in njihovi padajoči tečajji, pripisujejo upravljalci skladov prav neobdavčenju bančnih obresti ter obdavčenju kapitalskih dobičkov pomembno vlogo temu, da njihova dejavnost še ni znana in razširjena, kot bi želeli. Vzajemni sklad, ki je zelo dobra oblika varčevanja, težko prodira tudi zaradi še vedno monopolnega položaja bank. Bančne obresti so še vedno neobdavčene. Poleg tega so močno obdavčeni tudi vlagatelji, če imajo svoja sredstva v vzajemnih skladih manj kot tri leta.

Upravljalci skladov državo že razmeroma dolgo neuspešno pozivajo, naj obdavčitev finančnih prihodkov prilagodi ureditvi, ki velja v zahodnem svetu. V EU so varčevanja v vzajemne sklade in naložbe v delnice večdesetkrat večje kot v Sloveniji. Za hitrejši razvoj kapitalskega trga bi morali pospešiti njegovo liberalizacijo in internacionalizacijo ter sprejeti stimulatívno davčno zakonodajo, ki bi vlaganja v vzajemne sklade pospeševala. »Novi konj«, na katerega v zadnjem času stavijo pristaši vzajemnih skladov, je pokojninska reforma ter z njo povezano ustanavljanje pokojninskih skladov. Pokojninska reforma namreč spodbuja zasebno varčevanje za dodatno pokojnino, vsaj del pokojninskih skladov pa bo organiziran po načelih vzajemnega sklada. Varčevanje v VS bo postalo pomembnejše, ko bodo ljudje doumeli, da je dvakratni donos sklada v primerjavi z bančnim depozitom zelo dober zaslužek in ne bodo zahtevali 70 do 100- odstotnih letnih donosov. Prvi korak smo v Sloveniji naredili že takrat, ko so marke izpod postelj počasi prihajale v banke, drugi pa bo, ko se bodo začeli polniti vzajemni skladi.

5.2. PROBLEMI, OVIRE IN SMERI RAZVOJA VZAJEMNIH SKLADOV

5.2.1. Problemi vzajemnih skladov

Vzajemni skladi v Sloveniji se počasi, vendar vztrajno prebijajo na slovenski finančni trg. Povsod po svetu so tisto sredstvo, ki prinaša na borzo denar malih vlagateljev. V zadnjem času se veliko govori o tem, da smo neprijazna država za tuje investitorje. Vendar, ali je res, da je tuj kapital edini, ki lahko konča mrtvilo na borzi? Kaj pa domači investitorji? Pri tem ima velik delež tudi država, ki mora skozi svojo dejavnost ustvarjati okolje, ki bo prijazno za investiranje na trg kapitala. Potrebujemo podjetja, ki se bodo začela zavedati, da do denarja za investiranje lahko pridejo tudi prek trga kapitala in nenazadnje državljanke, ki se bodo zavedali, da z investiranjem v svoje vrednostne papirje pomagajo svojemu lastnemu gospodarstvu.

Naredimo primerjavo med sredstvi, ki so v slovenskih VS na osebo, z drugimi državami. Ugotovimo, da smo na samem repu držav, ki se potegujejo za vstop v EU. V Sloveniji imamo v povprečju investiranih 22 dolarjev na prebivalca, kar pomeni, da smo sicer pred Poljsko-13 dolarjev, vendar za Češko-124 dolarjev in Madžarsko-163 dolarjev. Primerjava z razvitimi državami pa postane že nekoliko smešna: Nemčija-2554 dolarjev, Italija-8479 dolarjev, Avstrija-9080 dolarjev, Francija 11862 in ZDA 24596 dolarjev na glavo prebivalca.

5.2.2. Ovire razvoja vzajemnih skladov

Logično vprašanje je, zaradi katerih razlogov vzajemni skladi v Sloveniji niso pridobili posebnega pomena in dejansko ne pomenijo resne konkurence drugim finančnim naložbam. Verjetno je odgovor na takšno vprašanje precej kompleksen, še posebno zahtevno pa je ovrednotiti posamezne dejavnike, ki zavirajo razcvet vzajemnih skladov pri nas. Ti bi morali biti eden osnovnih dejavnikov stabilnosti in razvoja trga kapitala v Sloveniji (Mramor, 2000, str. 426-432).

Nenaklonjenost vlaganju v nove produkte je na nerazvitem trgu kapitala razmeroma večja, ker ni potrebnih izkušenj. Zaradi takšne nenaklonjenosti tveganju je potrebna precej večja donosnost, ki bi zagotavljala večjo konkurenčnost drugim oblikam finančnih naložb. Po drugi strani pa obstaja dodatno tveganje zaradi precej velikega systemskega tveganja, ki izhaja iz porajajoče se regulative. To velja posebej za vzajemne sklade, ki so ustanovljeni na podlagi podjetniške pobude in pri katerih ni povezav z že uveljavljenimi finančnimi in drugimi pravnimi osebami, ki posredno zagotavljajo večjo varnost vlagateljem.

Število primernih naložb je bilo razmeroma majhno zlasti v prvih letih poslovanja vzajemnih skladov. Poleg omejenega števila vrednostnih papirjev, ki so bili uvrščeni na organiziran trg v okviru Ljubljanske borze d.d., onemogoča oblikovanje različnih investicijskih politik vzajemnih skladov tudi to, da ni instrumentov denarnega trga. Z možnostjo ustanavljanja vzajemnih skladov, ki bi uresničevali bolj specializirano investicijsko politiko, kot so naložbe v dolžniške VP, instrumente denarnega trga ipd., bi lahko vzajemni skladi neposredno konkurirali bančnemu

sektorju. Omejitve, ki so do uveljavitve nove devizne zakonodaje onemogočale naložbe v VP tujih izdajateljev, so dodatno krčile investicijske možnosti vzajemnih skladov in onemogočale poslovanje, ki bi bilo manj odvisno od domačih, pogosto nestabilnih razmer na trgu kapitala.

Davčni sistem je v zadnjih letih najbolj nenaklonjen vlaganju v vzajemne sklade. Poleg podjetniških obveznic so investicijski kuponi vzajemnega sklada edini vrednostni papir, ki ga ni mogoče uporabiti za znižanje osnove za dohodnino. Tudi državne obveznice, ki so sestavni del premoženja vzajemnega sklada in bi jih bilo sicer mogoče uporabiti kot davčno olajšavo za investitorje v vzajemne sklade, po sedanjem davčnem sistemu ne pomenijo davčne olajšave. V nasprotju z obrestmi na bančne vloge so kapitalski dobički od poslovanja z investicijskimi kuponi vzajemnih skladov obdavčljivi in destimulativno vplivajo na naložbe vlagateljev v vzajemne sklade.

Nezaupanje v investicijske sklade se je gotovo povečalo po nekaterih nezakonitih dogodkih v zvezi z njihovim poslovanjem v minulem obdobju. Negativen vpliv na vzajemne sklade je imelo poslovanje vzajemnih skladov, ki jih je do leta 1996 upravljala družba Proficia Dadas. Znano je, da finančni sistem temelji predvsem na zaupanju vlagateljev, zato ima lahko takšno negativno dogajanje dolgoročne posledice, ne samo za posamezno družbo, temveč tudi za celotno panogo. Nezaupanje v vzajemne sklade so verjetno dodatno krepile tudi nekatere slabosti in nepravilnosti pri poslovanju določenih PID-ov, ki so bile dokaj odmevne v javnosti.

Gotovo je poslovanje vzajemnih skladov precej odvisno tudi od učinkovitosti trga kapitala. Za slovenski trg lahko trdimo, da je omejeno učinkovit, kar se kaže predvsem v razpoložljivosti informacij, ki so potrebne za investicijsko odločanje. Na dogajanja na trgu kapitala je nedvomno vplivala tudi restriktivna politika do pritoka tujih investicij. Takšna politika pomembno vpliva na dogajanje na organiziranem trgu VP, obenem pa tudi na poslovanje vzajemnih skladov. Vendar bi težko sklepali, da je neustrezna devizna zakonodaja v preteklosti zavirala interes tujine za vlaganje v slovenske vzajemne sklade. Zaradi razmeroma majhnega interesa tujine za slovenski trg kapitala je pri vzajemnih skladih treba opozoriti na nekatere sistemske dejavnike, ki ovirajo naložbe tujcev v domače VS.

Čeprav bi težko sklepali, da bi prost pretok finančnih storitev do tujine neposredno pozitivno vplival na poslovanje VS, bi verjetno povzročil večje povpraševanje po neposrednih naložbah v VP, s tem pa bi bila dosežena višja raven tržnih cen VP, hkrati pa tudi rast vrednosti premoženja vzajemnih skladov.

5.2.3. Možne smeri razvoja vzajemnih skladov

Konkurenčnost finančnih produktov je odvisna predvsem od njihove donosnosti in tveganja, ki ga posamezen produkt izkazuje, kar velja tudi za vzajemne sklade in njihov nadaljni razvoj. Zmotna bi bila ugotovitev, da je razvoj vzajemnih skladov odvisen predvsem od preoblikovanja PID-ov ali njim podobnih institucij, ki bi povečale premoženje vzajemnih skladov. Takšno preoblikovanje bi sicer povečalo pomen vzajemnih skladov, vendar ne moremo govoriti o dejanskem razvoju, če povečanje ne temelji na konkurenčni ponudbi finančnih produktov, ki

pritegnejo efektivna vplačila, s katerimi lahko vzajemni skladi tudi efektivno delujejo na trgu kapitala.

V prejšnji točki so navedene nekatere ovire razvoja vzajemnih skladov, ki zavirajo njihovo konkurenčnost. Nekatere ovire povečujejo sistemsko tveganje VS, zato jih je treba ustrezno obravnavati in tudi odpravljati (davčni sistem, devizna regulativa, nenavzočnost depozitarja, sistemske omejitve glede določanja investicijskih politik, ipd.). Nekatere druge navedene ovire razvoja, kot so nepravilnosti pri poslovanju nekaterih investicijskih skladov ali neučinkovitost njihovih upravljalcev, nimajo narave sistemskega tveganja, saj negativno vplivajo predvsem na posamezne investicijske sklade in imajo posreden vpliv na celotno panogo. Slednje negativne dejavnike je mogoče odpravljati in omejevati tudi na podlagi sistemskih rešitev, kot so splošni in posamični predpisi v zvezi z nadzorom poslovanja. Glede na majhno konkurenčnost in večje število navedenih ovir, ki vplivajo na sistemsko tveganje, pa je mogoče sklepati, da je nadaljni razvoj vzajemnih skladov bolj odvisen od reševanja sistemskih kot drugih ovir.

Sklenem lahko, da ni smiselno vztrajati pri davčni politiki, ki vnaprej izključuje medsebojno sodelovanje med finančnimi institucijami ali daje prednost posameznim finančnim produktom. Primerneje je vsaj izenačiti davčne pogoje za posamezne vrste davčnih produktov, medsebojna konkurenca pa bo spodbudila k iskanju ustreznih rešitev, ki bodo najbolj racionalne tudi za vlagatelja. Glede na davčno problematiko bi bilo potrebno neustrezno obravnavanje VS vsaj delno urediti s spremembo v zakonu, ki ureja poslovanje investicijskih skladov. Ker so davčni zavezanci za plačilo dohodnine dolžni plačevati tudi davek od kapitalskih dobičkov, bi bilo smiselno spremeniti naravo investicijskih kuponov, in sicer tako, da se ne bi več upoštevali kot vrednostni papirji.

Ker se vrednost naložbe v vzajemnih skladih izraža v vrednosti enot premoženja (VEP), ki so tudi predmet nakupa oziroma prodaje, investicijski kupon kot vrednostni papir nima pomena. Po drugi strani tudi izdajatelj ni zavezan, da izda investicijski kupon kot VP, kar sicer velja za druge VP. Z investicijskimi kuponi se namreč ne trguje. Investicijski kupon kot VP bo še posebej nesmiseln po uvedbi trenutno manjkajočega instituta depozitarja vzajemnega sklada (skrbnika), ki bo vsak dan zagotavljal in spremljal VEP. To pa je vsebinsko gledano že precej podobno bančnim vlogam ali certifikatu o depozitu, s katerimi ni mogoče trgovati in pri katerem temelji odnos vlagatelja do izdajatelja na izrazito bilateralnem pogodbenem razmerju. Glede na navedeno davčno problematiko vzajemnih skladov so druge težave precej podrejene neprimerni davčni ureditvi, zato jih na tem mestu tudi ne kaže posebej obravnavati.

5.3. PRIHODNOST VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

5.3.1. Trenutno stanje in novosti na področju VS pri nas

Leto 2002 bo zaradi sprejetja novega zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) korak k vzpostavitvi pravil, značilnih za razvite finančne trge. Na tako majhnem trgu je upravljanje vzajemnih skladov, predvsem tistih največjih, oteženo. Z željo po ustvarjanju donosa

(torej s trgovanjem), bi s prodajo večje količine vrednostnih papirjev na takem trgu povzročili padanje tečajev, kar bi imelo za posledico padanje točke, padanje vrednosti točk bi povzročilo izplačila... V takih razmerah so se lažje upravljali manjši vzajemni skladi. Dejstvo je, da je Slovenija majhna država in tak je tudi njen trg kapitala. Premalo vlagamo, da bi lahko sami premaknili tečaje. In ker ni donosa, pač ne vlagamo. Denar tudi zaradi neobdavčenih bančnih obresti leži na bančnih računih.

In kaj je tisto bistveno, kar bo spremenilo razmere v vzajemnih skladih pri sprejetju novega ZISDU? Predlog spremembe člena o investiranju na tujih trgih. Vzajemni skladi bodo tako lahko investirali več 10% svojih sredstev v vseh državah EU in na drugih borzah, ki so članice mednarodnega združenja borz (FIBV). Druga, prav tako pomembna točka, pa je povezana s prejšnjo. Tudi tuji upravljalci iz držav EU bodo lahko prodajali točke svojih vzajemnih skladov. Donosi vzajemnih skladov se samo zaradi spremembe ZISDU ne bodo povečali. Pomembno pa je, da vrednosti točk vzajemnih skladov ne bodo več odvisne od dogajanja na enem samem borznem trgu. Razmere za upravljanje slovenskih vzajemnih skladov bodo bolj normalne. Kljub pozitivnim spremembam, ki jih bo prinesel novi ZISDU, se bomo morali tudi vlagatelji v vzajemne sklade navaditi na pojem dolgoročnosti. Po mojem mnenju tujci po sprejetju novega zakona ne bodo kar »pridrveli« na Ljubljansko borzo, saj jim ta zaenkrat še ne zagotavlja dovolj likvidnosti. Bistvo novega zakona bo možnost investiranja sredstev vzajemnih skladov na bolj likvidne trge v tujini in prihod tujih skladov, kar bo vsekakor povečalo konkurenco, hkrati pa tudi osveščenost prebivalstva, ki danes še ne ve, da so prav klasični vzajemni skladi tisto sredstvo, ki jim lahko najbolj optimalno zagotovi dodatno pokojnino v starosti.

5.3.2. Pričakovan razvoj na področju vzajemnih skladov v Sloveniji

Primerjava donosnosti slovenskih vzajemnih skladov z vzajemnimi skladi v tujini nam pokaže precej manjšo donosnost prvih, kar je najbrž posledica mladega in še ne dovolj razvitega kapitalskega trga v Sloveniji. Nasprotno pa primerjava s slovenskim borznim indeksom pokaže boljšo donosnost vzajemnih skladov kot pa je v opazovanem obdobju znašala donosnost SBI. V nasprotju s PID-i, vzajemni skladi v Sloveniji niso večji problem. S preoblikovanjem PID-ov se jim bo verjetno pridružilo še kar nekaj vzajemnih skladov. Predvsem se bodo morali vzajemni skladi bolj orientirati, kar je glede na značilnost slovenskega trga kapitala morda nekoliko problematično. Manjši investitorji bodo verjetno potem, ko bodo pozabljene boleče izkušnje z afero Dadas, več investirali v investicijske sklade.

5.4. VZAJEMNI POKOJNINSKI SKLAD

Vedno več se bo govorilo o potrebi po dodatni pokojnini in načinih, s katerimi si jo bomo lahko zagotovili. Vzajemni skladi so samo eden od načinov, s katerimi si lahko privarčujemo dodatek k pokojnini v prihodnosti. Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje se izvaja po pokojninskem načrtu. Pokojninski načrt določa pogoje za pridobitev pravic iz prostovoljnega dodatnega zavarovanja, vrsto in obseg teh pravic ter postopek za njihovo uveljavitev. Pokojninski načrt izvajajo pokojninski skladi, ustanovljeni po zakonu, ter zavarovalnice, ki

imajo dovoljenje za opravljanje poslov življenjskega zavarovanja po zakonu, ki ureja zavarovalništvo. Pokojninski sklad se lahko oblikuje kot *vzajemni pokojninski sklad* ali se ustanovi kot *pokojninska družba*.

Vzajemni pokojninski sklad je premoženje, ki je financirano s sredstvi, zbranimi z vplačilom premij prostovoljnega dodatnega zavarovanja, oziroma ustvarjenimi z upravljanjem s temi sredstvi, in je namenjeno kritju obveznosti do zavarovancev prostovoljnega dodatnega zavarovanja. Vzajemni pokojninski sklad je v lasti zavarovancev prostovoljnega dodatnega zavarovanja. Zavarovanec postane lastnik sorazmernega dela vzajemnega pokojninskega sklada z vplačilom premij prostovoljnega dodatnega zavarovanja. Vzajemni pokojninski sklad ni pravna oseba. Imeti mora najmanj 1.000 članov, oblikuje in upravlja se izključno v korist zavarovancev prostovoljnega dodatnega zavarovanja (Klemenčič, 2000, str. 30-31).

Vzajemni pokojninski sklad je lahko *odprt vzajemni pokojninski sklad* ali *zaprt vzajemni pokojninski sklad*. Zaprti je tisti vzajemni pokojninski sklad, katerega člani lahko postanejo le zavarovanci prostovoljnega dodatnega zavarovanja, ki so v delovnem razmerju pri delodajalcu, ki je ustanovitelj sklada. Odprt vzajemni pokojninski sklad pa je tisti, ki članstva v skladu ne pogojuje z delovnim razmerjem pri določenem delodajalcu.

Zaprt vzajemni pokojninski sklad lahko ustanovi delodajalec, ki izpolnjuje potrebne pogoje. Za delodajalca šteje: gospodarska družba, ki je organizirana kot kapitalska družba po zakonu, ki ureja gospodarske družbe in ki v skladu z njim šteje za veliko družbo, več gospodarskih družb iz prejšnjega odstavka, ki skupno izpolnjujejo pogoje za razvrstitev v veliko družbo po Zakonu o gospodarskih družbah, Republika Slovenija, dalje zadruga, ki po predpisih o vodenju poslovnih knjig in sestavi letnih poročil šteje za veliko gospodarsko družbo, oziroma več zadrug, ki skupaj izpolnjujejo pogoje za veliko gospodarsko družbo in javni zavodi, ki imajo (posamično ali skupaj) več kot 1.000 zaposlenih. *Odprt vzajemni sklad* lahko ustanovi zavarovalnica ali banka. Tudi Republika Slovenija lahko oblikuje posamezne pokojninske načrte za posamezne skupine zaposlenih in zaprte vzajemne pokojninske sklade za izvajanje teh pokojninskih načrtov. Če je ustanovitelj delodajalec, oblikuje vzajemni pokojninski sklad tako, da sprejme opredeljena pravila vzajemnega pokojninskega sklada ter sklene pogodbo o upravljanju vzajemnega pokojninskega sklada z upravljalcem.

Razlika med zaprtim in odprtim vzajemnim pokojninskim skladom je v tem, kdo ga ustanovi, in v pogojih pristopa k pokojninskemu načrtu. Če gre za zaprt sklad, se lahko vanj vključujejo samo zaposleni pri delodajalcu, ki je sklad ustanovil, v odprtem skladu pa lahko varčuje vsak. Za oblikovanje vzajemnega pokojninskega sklada mora ustanovitelj pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev, ustanovljene v skladu z zakonom, ki ureja trg vrednostnih papirjev. Agencija izda dovoljenje za oblikovanje vzajemnega pokojninskega sklada na zahtevo ustanovitelja. Vzajemni pokojninski sklad lahko upravlja le zavarovalnica, ki ima dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja zavarovalništvo, ter banka, ki ima dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja bančništvo.

Predstavljajmo si Janeza, ki je star 30 let, zaposlen in prejema 1.200 DEM mesečne plače. Pri 65. letih se želi upokojiti in obdržati enak življenjski standard kot ga ima danes. Do upokojitve mu ostane še 35 let. Janez ve, da mu takrat »državna« pokojnina ne bo zadoščala. Prvo vprašanje, ki si ga mora zastaviti, je, kolikšno pokojnino bo potreboval, da bo ohranil svoj življenjski standard. Ker pričakujemo, da bo denar delno razvrednotila inflacija, bo s 1.200 DEM čez 35 let lahko kupil bistveno manj stvari, kot bi jih z isto vsoto lahko danes. Če bi predpostavili, da bi povprečna letna inflacija v teh 35 letih znašala 4%, bi to pomenilo, da bi s 1.200 DEM čez 35 let lahko kupil samo še toliko stvari kot danes s 304 DEM. Oziroma, če nekoliko poenostavimo: da bo Janez imel enak življenjski standard kot danes, bi morala njegova pokojnina znašati 4.740 DEM mesečno. Žal je v realnosti pogosto tako, da je porast dejanskih življenjskih stroškov višji kot statistična inflacija, tako da bi v realnosti Janez moral imeti še višjo pokojnino. Predpostavimo, da bo Janez 60% svoje pokojnine dobil od države, za 40% pokojnine oz. »pokojninske luknje« v višini 1.896 takratnih DEM pa bo moral privarčevati sam. Tu se pojavi nov problem. Večina bančnih ali zavarovalniških varčevalnih naložb ponuja povprečne letne donose v višini 4 do 5% (seveda imajo npr. zavarovanja poleg varčevalne tudi zavarovalno komponento). Izračun pokaže, da bi moral Janez ob takih donosih mesečno vlagati od 419 do 643 DEM, da bi z rento, pridobljeno od take naložbe, pokrtil »pokojnonsko luknjo« v višini 1.896 DEM. Ali mu njegova sedanja plača takšno višino varčevanja to dopušča? Po vsej verjetnosti ne. Torej je Janez prisiljen iskati naložbe, ki mu omogočajo višje povprečne letne donose. Če bi se Janez odločil za dolgoročno donosnejše varčevanje v vzajemnih skladih, ki bi mu prinašali letne donose med 10 in 13%, bi za pokrivanje iste »pokojnonske luknje« moral mesečno varčevati samo še med 27 in 70 DEM.

Pokojninske produkte lahko ponujajo zavarovalnice, pokojninske družbe in vzajemni pokojninski skladi (VPS), ki sledijo logiki klasičnih vzajemnih skladov. Danes imamo skoraj 10 pokojninskih družb in le nekaj VPS. Prednosti VPS še vedno obstajajo: poslovanje VPS je s stališča zavarovanca mnogo bolj pregledno. Veliko državljanov, ki imajo sklenjena življenjska zavarovanja, je izkusilo, da le enkrat na leto dobijo obvestilo o pripisu dobička na svojem računu. Preverjanje, kako je bil dobiček ustvarjen in kakšen del je bil dejansko pripisan zavarovancu, je zelo oteženo. Pri vzajemnih skladih je sprotno spremljanje plemenitenja sredstev povsem pregledno. Uspešnost poslovanja sklada in vrednost njegovih točk (VEP-ov) je možno v medijih spremljati za vsak mesec. Ves dobiček pa bo vedno pripisan le zavarovancem. Naslednja prednost je ta, da so VPS pod natančnim nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev, pa tudi zavarovanci v VPS bodo prek odbora zavarovancev lahko nadzorovali delo upravljalca (Lenič, 2001, str. 3).

Zakaj torej prednosti VPS ne prepričajo morebitnih zavarovancev? O načinu izvajanja dodatnega pokojninskega zavarovanja večinoma ne odločajo bodoči zavarovanci (zaposleni), ampak v njihovem imenu poslovodstva. Poslovodstva dajejo prednost pokojninskim družbam, saj menijo, da bodo lahko prek organov odločanja vplivala na poslovanje družbe. Menedžerji se bodo prek kapitalskih povezav v pokojninskih družbah navzkrižno medsebojno »zaščitili in zavarovali«, dodaten razlog za množično oblikovanje pokojninskih družb je tudi pričakovanje velikih donosov kapitalskih naložb. Še ena težava je dvotirnost urejanja. Za VPS je poleg Agencije za

zavarovalni nadzor pristojna tudi Agencija za trg vrednostnih papirjev, za nadzor nad poslovanjem pokojninskih družb pa le Agencija za zavarovalni nadzor.

Tabela 15: Prednosti in pomanjkljivosti pokojninskega varčevanja v pokojninskih vzajemnih skladih glede na varčevanje v klasičnih vzajemnih skladih

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

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

SKLEP

Ena od možnosti, kam naložiti denar na našem razvijajočem se trgu finančnih storitev, je vzajemni sklad. Najstarejši med njimi pri nas poslujejo že deseto leto. Tečajnico vzajemnih skladov vsak dan objavlja časopisje. Ob pogledu nanjo vlagatelji zdaj še zdaleč niso tako zadovoljni kot so bili pred leti. Če so do leta 1998 nominalni letni donosi najuspešnejših skladov dosegali 30 odstotkov in več, so se razmere poslabšale v drugi polovici leta 1999. Takrat se je začelo drsenje povprečnih tečajev delnic na borzi (te vsaj pri največjih in v preteklosti najbolj uspešnih skladih predstavljajo največji delež njihovih naložb) in ta trend se še ni obrnil navzgor. Tako so zdaj nekje v zlati sredini skladi, ki jim je vrednost točke od začetka leta uspelo povečati. Zakaj take spremembe? Ali je sploh pametno investirati v vzajemni sklad? Kaj to sploh je? Taka in podobna vprašanja se verjetno podijo po glavah tistih, ki že vedo, da bančna vloga ni več edina možnost varčevanja in hkrati želijo, da bi svoje prihranke nekam varno spravili in primerno oplemenitili.

Dolgoročno razmišljanje pri vlagateljih vzpodbujajo tudi provizije. V uravnoteženih gospodarstvih, kjer 10% letno pomeni lep donos, lahko vstopna in izstopna provizija, če ju plačamo v razmaku nekaj mesecev, v veliki meri izničita dobiček. Vzajemni skladi praviloma pretežno vlagajo v dolgoročne vrednostne papirje, zato se tudi dobički (povišanje vrednosti

točke) pokažejo v daljšem obdobju, hkrati pa sredstva, ki jih investitor vloži v sklad, ohranijo visoko likvidnost; praktično kadarkoli se lahko od upravljalca sklada zahteva, da se mu izplača vrednost njegovih točk.

Vzajemni sklad pomeni dokaj varno naložbo. Zakonska zaščita vlagateljev je zelo dosledna, saj je določeno ločeno poslovanje sklada, družbe za upravljanje, depozitarja in banke, zato njihov morebitni stečaj ne ogrozi premoženja lastnikov sklada. Sam vzajemni sklad ne more iti v stečaj, njegovo upravljanje se sme prenesti na drugo družbo za upravljanje, večina lastnikov pa se lahko odloči za likvidacijo: v tem primeru se njegovo premoženje razproda in vsak od lastnikov dobi ustrezen delež. Poslovanje sklada je pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev in neodvisnih revizorjev. Sklad podatke o svojem poslovanju redno objavlja, zato je vlaganje vanj zelo pregledno, s svojo velikostjo znižuje stroške, ki nastajajo z upravljanjem premoženja. Občutna prednost je tudi, da lahko v skladu začnemo varčevati že z relativno majhnimi sredstvi in takoj uživamo vse pridobitve, ki jih prinaša razpršitev premoženja.

V tujini, kjer je vlaganje v vzajemne sklade mnogo bolj razvito kot pri nas, velja, da je dolgoročna naložba v vzajemne sklade tista naložba, pri kateri se odločimo, da bomo svoje prihranke koristili šele po sedmih do desetih letih. V svetu, kjer je že razvita kultura varčevanja, ljudje varčujejo v vzajemnih skladih za svojo rento, stroške zdravljenja v starosti, svoje stanovanje, šolanje otrok itd., torej za stvari, ki se jih z varčevanjem ne da doseči v enem letu. V Sloveniji se kultura varčevanja v vzajemnih skladih šele razvija, zato ni nič presenetljivega, če so vlagatelji v vzajemne sklade še nekoliko previdni. Več kot bo znanja, izkušenj in varčevalcev, vedno bolj pogumni bodo ljudje in kmalu bodo ugotovili, da vzajemni skladi niso nekaj, česar bi se morali bati, ampak, da gre za povsem vsakdanjo stvar. Če pogledamo v ZDA, ugotovimo, da ljudje tam vlagajo v vzajemne sklade že več kot stoletje.

Primerjava donosnosti slovenskih vzajemnih skladov z najdonosnejšimi vzajemnimi skladi v tujini nam pokaže precej manjšo donosnost prvih, kar je najbrž posledica mladega in še ne dovolj razvitega kapitalskega trga v Sloveniji. Primerjava povprečne letne donosnosti najboljših slovenskih vzajemnih skladov s povprečnimi tujimi pa nam da zadovoljiv rezultat.

Naložba v vzajemne sklade je primerna predvsem za drobne vlagatelje, ki si z manjšimi denarnimi zneski sami ne morejo zagotoviti donosne razpršenosti svojih naložb in s tem zmanjšanje naložbenega tveganja. Ena glavnih prednosti, ki jo imajo vsi, ki so se odločili, da bodo svoje prihranke zaupali vzajemnim skladom, je profesionalno upravljanje premoženja. Ustvarjanje dobička z vrednostnimi papirji zahteva natančno analiziranje poslovanja podjetij, poznavanje trga in neprestano spremljanje situacije; z drugimi besedami, potrebni so čas, znanje in informacije.

LITERATURA

- Belič Damjan: Zakonska ureditev investicijskih skladov in družb za upravljanje. *Gospodarski vestnik-svetovalec*, Ljubljana, 43(1994), 13-14, str. 57-62.
- Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. *Zapiski predavanj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
3. Fredman Albert J., Wiles Russ: *How Mutual Fund Work*. New York: Institute of Finance, 1993. 334 str.
 4. Kleindienst Robert: *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. Ljubljana: GV, 2001. 542 str.
 5. Klemenčič Marko, Redjko Špela: *Pokojninski načrti in skladi*. *Kapital*, Ljubljana, 10(2000), 233, str. 30-31.
 6. Lenič Jože: *Skrivnostni čari pokojninskih družb*. *Finance*, Ljubljana, 2001, 36, str. 3.
 7. Matko Silva: *Vzajemni skladi v Sloveniji*. *Naše gospodarstvo*, Ljubljana, 1999, 5-6, str. 511-532.
 8. Mayo B. Herbert: *Investments. An Introduction. Sixth Edition*. Orlando: The Dryden Press, 2000. 909 str.
 9. Mramor Dušan: *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: *Gospodarski vestnik*, 1993. 381 str.
 10. Mramor Dušan et al.: *Trg kapitala v Sloveniji- prikazi, analize, mnenja*. Ljubljana: *Gospodarski vestnik*, 2000. 471 str.
 11. Odar Marjan: *Poslovanje vzajemnih skladov*. *Iks*, Ljubljana, 1995, 6, str. 61-85.
 12. Poljašević Zdravko, Mikuž Jure: *Domači-tuji vzajemni skladi*. *Kapital*, Ljubljana, 11(2001), 264-265, str. 30-31.
 13. Pušnik Ksenja: *Poslej donos vzajemnih skladov v treh letih*. *Večer*, Maribor, 2001, 148, str. 2.
 14. Rugg Donald D.: *The Dow Jones – Irwin Guide to Mutual Funds*. Homewood: Dow Jones – Irwin, 1986. 245 str.
 15. Stošicki Natalija: *Prospekti za javno ponudbo vrednostnih papirjev investicijskega sklada*. *Gospodarski vestnik- svetovalec*, Ljubljana, 43 (1994), 29, str. 60-63.

16. Toplak Damjan: Vzajemni skladi so se lani »odebelili« za petino. Večer, Ljubljana, 2001, 3, str. 3.
17. Toplak Damjan: Vzajemni sklad Miha likvidiran. Večer, Ljubljana, 2001a, 100, str.5
18. Treven Mateja: Pogumneje v nakup tujih delnic. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 49(2000), 5, str. 18-20.
19. Viršek Damjan, Zorman Gašper: Vednik- vzajemni skladi. Delničar, Ljubljana, 2000, september, str. 12-15.
20. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov(1). Bančni vestnik, Ljubljana, 1997, 11, str. 2-7.
21. Zorman Gašper: Vednik- varčevanje. Delničar, Ljubljana, 2000, oktober, str. 8-13.
22. Zorman Gašper: Čas razprodaje. Delničar, Ljubljana, 2000a, december, str. 6.
23. Zorman Gašper: Vzajemci-dobrodošla in nujna sprememba. Delničar, Ljubljana, 2001, februar, str. 4.
24. Zorman Gašper: Kako varčevati v vrednostnih papirjih? Delničar, Lj., 2001a, april, str. 5.
25. Zorman Gašper: Vzorec vzajemnih skladov. Delničar, Ljubljana, 2001b, maj, str. 6.
26. Zorman Gašper: Vzajemci: Kako so poslovali v prvem polletju? Delničar, Ljubljana, 2001c, junij, str. 6.
27. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji- (ne) uspeh in za koga. Postojna: Dej, d.o.o., 1999. 428 str.

VIRI

1. Interni podatki Kmečke družbe d.d.
2. Interni podatki Probanke d.o.o.
3. Investment Company Institute.
[URL: http://www.ici.org/facts_figures/intl_survey_3_01.html]
4. Metodologija za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada (Uradni list RS, št. 5/95, 23/95, 16/96)
5. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000. Poročevalec državnega zbora RS, Ljubljana, 27(2001), 61, str. 108-112.
6. Pravila upravljanja vzajemnih skladov.
7. Predlog SRS 28- Računovodske rešitve v vzajemnih skladih. Revizor, Ljubljana, 1998, 10, str. 105-117.
8. Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Ljubljana, Vlada RS: 20.4.2001.
9. Prospekti za javno ponudbo investicijskih kuponov vzajemnih skladov.
10. Sklep o poročanju in obveščanju javnosti o poslovanju investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 16/96, 19/96, 3/97, 8/97, 56/97, 40/2001).
11. Sklep o vsebini letnega in polletnega poročila o poslovanju investicijskega sklada (Uradni list RS, št. 5/95, 23/95, 16/96, 91/98, 92/99, 110/99).
12. Vzajemni skladi na dan 9.8. 2001. Delo, Ljubljana, 10.8.2001, str.18.
13. Yahoo.[URL: <http://biz.yahoo.com/p/tops/all.html>]
14. 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).

PRILOGE

Priloga 1: Pravila upravljanja vzajemnega sklada Modra kombinacija

Pravila upravljanja urejajo in določajo:

1. Firmo in sedež družbe za upravljanje, ime in definicijo vzajemnega sklada, depozitarje in banke, pooblaščenata vpisna mesta
2. Cilje upravljanja
3. Provizije - višino, vrsto provizij in povrnitev stroškov družbi za upravljanje ter način izračunavanja le-teh
4. Obveščanje javnosti in imetnikov investicijskih kuponov o poslovanju Modre kombinacije
5. Postopek izdaje in vplačil investicijskih kuponov Modre kombinacije
6. Postopek odkupa investicijskih kuponov Modre kombinacije
7. Postopek in način razdelitve dobička Modre kombinacije imetnikom investicijskih kuponov
8. Postopek za spremembo Pravil upravljanja
9. Postopek likvidacije Modre kombinacije
10. Ostalo

1. FIRMA IN SEDEŽ DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE, IME IN DEFINICIJA VZAJEMNEGA SKLADA, DEPOZITARJI IN BANKE, POOBLAŠČENA VPISNA MESTA

Družba, ki upravlja vzajemni sklad MODRA KOMBINACIJA:

ILIRIKA DZU, družba za upravljanje investicijskih skladov, d.o.o., Ljubljana, Breg 22.

Ime vzajemnega sklada je:

MODRA KOMBINACIJA, vzajemni sklad.

Vzajemni sklad MODRA KOMBINACIJA je namembno premoženje. Oblikuje se izključno z zbiranjem sredstev preko javne prodaje izdanih investicijskih kuponov za investiranje sredstev v prenosljive vrednostne papirje. Vzajemni sklad je v lasti imetnikov investicijskih kuponov. Premoženje v skladu s temi pravili upravlja Ilirika DZU, d.o.o. kot upravljavsko družba.

Investicijsko svetovanje in posle posredovanja z vrednostnimi papirji za upravljavsko družbo opravljajo:

- Ilirika, borzno posredniška hiša, d.d., Ljubljana, Breg 22.
- IT Modra hiša, d.d., borzno posredovanje, Ljubljana, Gornji trg 4,
- Factor banka, d.d., Ljubljana, Železna cesta 16 in

Posle hrambe in vse posle v zvezi s hrambo vrednostnih papirjev vzajemnega sklada opravlja:

- KDD - Centralna klirinško depotna družba, d.d., Ljubljana. Vsi nematerializirani vrednostni papirji in materializirani vrednostni papirji, ki so v zbirni hrambi pri KDD in so v lasti vzajemnega sklada, se vodijo na računu sklada, ki je odprt v okviru članstva upravljaljske družbe Ilirika DZU, d.o.o..

Do zagotovitve operativno-tehničnih pogojev KDD za aktivno članstvo upravljaljskih družb, vse posle hrambe in v zvezi s hrambo vrednostnih papirjev opravlja KDD preko pooblaščenih udeležencev trga vrednostnih papirjev - IT Modre hiše, d.d., Factor banke, d.d. in Ilirika, borzno posredniška hiša, d.d., ki storitve hrambe opravljajo v okviru pogodbe o borznem posredovanju in v skladu s pravili KDD.

V primeru, da bodo naložbe vzajemnega sklada obsegale vrednostne papirje, ki niso v zbirni hrambi pri KDD, bo upravljavsko družba sklenila pogodbo z depozitarjem - banko, ki ima v skladu z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) za upravljanje poslov v zvezi s hrambo vrednostnih papirjev.

Posle plačilnega prometa opravlja:

- Agencija RS za plačilni promet, podružnica Ljubljana, pri Novi Ljubljanski banki, d.d. Ljubljana, Trg republike 2, so deponirana tolarska sredstva na vpogled.

Pooblaščenata vpisna mesta, ki sprejemajo naročila za nakup in prodajo investicijskih kuponov:

- Ilirika DZU, d.o.o., sedež družbe: Ljubljana, Breg 22
- Ilirika, borzno posredniška hiša, d.d, sedež družbe: Ljubljana, Breg 22,
- Ilirika s.p., sedež družbe: Ilirska Bistrica, Cankarjeva 2,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Ljubljana, Breg 22,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Ljubljana, Slovenska c. 51,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Ljubljana, WTC Dunajska 156,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Medvode, Loka center,

- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Ajdovščina, Goriška 23b,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Postojna, cankarjeva 1b,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Podgrad, Mejni prehod STAROD,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Koper, Pristaniška 2,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Kranj, Globus, Koroška c. 4,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Slovenj Gradec, Glavni trg 9,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Sežana, Partizanska c. 37a,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Jesenice, Titova 7,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Velenje, Šaleška 21,
- Ilirika s.p., sedež poslovalnice: Nova Gorica, Kidričeva 20,
- Menjalnice Jure, sedež družbe: Novo mesto, Kandijska ulica 19,
- Luna, sedež družbe: Maribor, Vodnikov trg 6,
- Luna, sedež poslovalnice: Ptuj, Novi trg 6,
- Luna, sedež poslovalnice: Maribor, Grajski trg 8,
- Luna, sedež poslovalnice: Maribor, Jezdarska 22,
- Luna, sedež poslovalnice: Maribor, Loška 8,
- Stotica, sedež družbe: Celje, Stanetova 17a,
- IT Modra hiša d.d., borzno posredovanje, sedež družbe: Ljubljana, Gornji trg 4 in
- Factor banka, d.d., sedež družbe: Ljubljana, Železna cesta 16.

Upravljavec bo v naslednjih letih predvidoma odprl še nekaj novih vpisnih mest.

2. CILJI UPRAVLJANJA

Cilji investicijske politike vzajemnega sklada so varnost, likvidnost in donosnost, ki praviloma presega donosnost bančnih denarnih depozitov občanov vezanih za dobo nad 1 leto.

Cilj investiranja MODRE KOMBINACIJE je doseganje rasti vrednosti investicijskih kuponov ob visoki varnosti in ustrezni kombinaciji investicij v vrednostne papirje, kar naj bi dajalo priložnost za doseganje nadpovprečne rasti. Povprečje je tu opredeljeno kot povprečje gibanja tečajev dobro likvidnih vrednostnih papirjev, ki kotirajo na Ljubljanski borzi.

Politika investiranja:

- MODRA KOMBINACIJA bo investirala v vrednostne papirje, ki kotirajo na Ljubljanski borzi oziroma se z njimi trguje na drugem organiziranem trgu - tržne vrednostne papirje. Netržni vrednostni papirji lahko predstavljajo le do 10% naložb vzajemnega sklada. MODRA KOMBINACIJA vlaga tudi v vrednostne papirje tujih izdajateljev (nerezidentov Republike Slovenije). Investicije bodo usmerjene v delnice in obveznice, pri čemer ne bodo sektorsko ali geografsko omejene. Naložbe bodo samo v vrednostne papirje tujih izdajateljev, ki so uvrščeni v uradni del borzne kotacije na eni izmed navedenih borz: American Stock Exchange INC, New York (ZDA); The Nasdaq Stock Market, Washington (ZDA); New York Stock Exchange INC, New York (ZDA); Deutsche Borse AG, Frankfurt am Main (Nemčija); Italian Exchange, Milano (Italija); London Stock Exchange, London (Velika Britanija); Paris Bourse SBF SA, Pariz (Francija); Wiener Borse AG, Dunaj (Avstrija); Tokyo Stock Exchange, Tokyo (Japonska). Razmerje med naložbami v dolžniške vrednostne papirje in delnice ni določeno, gibalo pa se bo v odvisnosti od kriterijev donosnosti in varnosti naložbe. Pri obveznicah se bomo posluževali bonitetnih ocen Standard & Poor's in Moody's, investirali pa bomo samo v obveznice z oceno AAA do BBB (S&P's) oziroma od Aaa do B+ (Moody's). Pri naložbah v delnice tujih izdajateljev se bomo odločali predvsem za delnice tistih izdajateljev, kjer bomo svoja pričakovanja lahko utemeljili z zadostnim obsegom razpoložljivih tržnih informacij.

Struktura naložb MODRE KOMBINACIJE, definirana v teh pravilih, zagotavlja varnost in likvidnost MODRE KOMBINACIJE in s tem investicijskih kuponov.

Upravljavec bo kot vodilo upošteval okvirno povprečno strukturo vzajemnega sklada in sicer:

- najmanj 15% naložb v obveznice, pri čemer imajo prednost obveznice države in javnih ter največjih slovenskih podjetij in poslovnih bank,
- največ 75% naložb v delnice, pri čemer je poudarek na čim večji razpršenosti.

Varnost:

1. Upravljavec MODRE KOMBINACIJE bo investiral izključno v vrednostne papirje izdajateljev z dobro poslovno boniteto, z namenom minimizirati tveganje neizplačila obveznice ali pretiranega padca tečaja delnice v posesti MODRE KOMBINACIJE.

2. Diverzifikacija naložb - v posamezni vrednostni papir ne more biti investiran večji odstotek premoženja MODRE

KOMBINACIJE kot to predvideva ZISDU in ta pravila.

- Vzajemni sklad MODRA KOMBINACIJA ne sme imeti več kot 5% svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev razen v primeru, če gre za tržne vrednostne papirje. V slednjem primeru ima lahko vzajemni sklad največ 10% svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev.

- Vzajemni sklad MODRA KOMBINACIJA ne sme imeti več kot 10% svojih naložb v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev.

- Vzajemni sklad MODRA KOMBINACIJA ima lahko do 70% svojih naložb v vrednostnih papirjih, ki jih izda ali za katere jamči Republika Slovenija ali Banka Slovenije, če se te sestojijo iz najmanj petih različnih izdaj, pri čemer posamezna izdaja ne sme presežati 35% vseh naložb vzajemnega sklada (kot enakovredni vrednostni papirji RS se štejejo tudi vrednostni papirji Banke Slovenije s kotacijo na borzi).

3. Likvidnost:

Strukturo naložb (asset allocation) bo upravljavec določil glede na gornja pravila, znotraj tega pa glede na trenutno tržno kapitalizacijo posameznih vrst vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi (obveznice, delnice, kratkoročni papirji) z namenom optimalne likvidnosti premoženja MODRE KOMBINACIJE.

Najmanj 5% premoženja MODRE KOMBINACIJE bo v likvidni obliki in v kratkoročnih vrednostnih papirjih.

- Naložbe MODRE KOMBINACIJE v vrednostne papirje, ki ne kotirajo na organiziranem trgu - netržni vrednostni papirji, lahko predstavljajo do 10% sredstev vzajemnega sklada in naložbe v bančne denarne depozite do 25% sredstev vzajemnega sklada, s tem, da naložbe v netržne vrednostne papirje in bančne denarne depozite skupaj ne smejo presežati 25% vseh sredstev vzajemnega sklada.

- MODRA KOMBINACIJA se lahko zadolži do 10% vrednosti svojega premoženja z najemanjem likvidnostnih kreditov z rokom dospelosti največ 6 mesecev.

Ugotavljanje in izpolnjevanje ciljev MODRE KOMBINACIJE in izvrševanje poslovne politike:

Za vodenje naložbene politike ima družba za upravljanje sklenjeno pogodbo o borznem posredovanju in investicijskem svetovanju z IT Modro hišo, d.d., Ljubljana, pogodbo o borznem posredovanju s Factor banko, d.d., Ljubljana in pogodbo o borznem posredovanju in investicijskem svetovanju z Iliriko borzno posredniško hišo, d.d., Ljubljana, ki imajo dovoljenje ATVP za opravljanje teh poslov. Investicijski svetovalec ne prevzema nikakršnih obveznosti do imetnikov investicijskih kuponov glede upravljanja, ki ga izvaja upravljavec.

Direktor družbe lahko imenuje tudi skupino svetovalcev, z visokim strokovnim in poslovnim ugledom, kot posvetovalni organ.

3. PROVIZIJE - VIŠINA, VRSTA PROVIZIJ IN POVRNITEV STROŠKOV DRUŽBI ZA UPRAVLJANJE TER NAČIN IZRAČUNAVANJA LE-TEH

Upravljavec MODRE KOMBINACIJE je upravičen odtegovati iz sredstev vzajemnega sklada naslednje provizije:

- provizijo od vplačila in izplačila investicijskega kupona, ki skupaj ne sme presežati 3% srednje vrednosti investicijskega kupona in sicer 1,4% pri vplačilu in 1,4% pri izplačilu.

Upravljavec si pridružuje pravico do znižanja vstopne in izstopne provizije glede na število in višino vplačil posameznega investitorja v vzajemni sklad.

- letna provizija za upravljanje MODRE KOMBINACIJE je 2% povprečne čiste letne vrednosti sredstev MODRE KOMBINACIJE. Provizija se izračunava dnevno za vse delovne dni v tekočem letu (dnevni koeficient 2%/število delovnih dni) od čiste vrednosti sredstev isti dan in sicer tako, da se pred ugotavljanjem obveznosti za upravljavsko provizijo ugotovi čista vrednost sredstev. Upravljavska provizija se obračuna zadnji delovni dan v mesecu za tekoči mesec in sicer kot kumulativa dnevnih izračunov provizij v tekočem mesecu.

Upravljavec se lahko odloči, da del provizij, do katerih ima pravico, ne odtegne, tako, da te ostanejo v premoženju vzajemnega sklada.

Poleg naštetih provizij upravljavec nima pravice opraviti nobenih drugih izplačil iz sredstev vzajemnega sklada, iz naslova stroškov ali odhodkov v zvezi z upravljanjem MODRE KOMBINACIJE razen: izplačil iz naslova davka na dobiček in obresti za kredite, ki jih v skladu z ZISDU najema v svojem imenu in za račun MODRE KOMBINACIJE; stroškov posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, zmanjšanih za stroške borzno posredniške družbe; izplačil po pogodbah, ki jih sklene z depozitarjem na podlagi 17. člena ZISDU in mesečnih nadomestil ATVP za opravljanje nadzora nad poslovanjem vzajemnega sklada in sicer v deležu določenem s tarifo ATVP, ki se izračuna od povprečne letne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada v preteklem letu.

4. OBVEŠČANJE JAVNOSTI IN IMETNIKOV INVESTICIJSKIH KUPONOV O POSLOVANJU MODRE KOMBINACIJE

Ilirika DZU, d.o.o., Ljubljana, se zavezuje, da bo objavljala informacije o poslovanju MODRE KOMBINACIJE:

- ponudbeni dokument-prospekt, ki bo interesentom na razpolago na vnaprej določenem mestu z oglasom izdaje investicijskih kuponov,
- oglase izdaje oz. prodaje investicijskih kuponov,
- ta pravila v njihovi zadnji veljavni obliki najmanj na vseh vpisnih mestih investicijskih kuponov,
- letno in polletno poročilo o poslovanju MODRE KOMBINACIJE na način, ki ga določa ATVP v dnevnem časopisu Delo,
- obrazec IS/M-1 vzajemnega sklada MODRE KOMBINACIJE (mesečno objavi v dnevnem časopisu Delo ali Finance),
- dnevne vrednosti enot premoženja (v nadaljevanju VEP) in s tem investicijskih kuponov MODRE KOMBINACIJE, na običajen in primeren način, dostopen javnosti v časopisju Delo, Dnevnik, Večer, Finance. Objavljala bo: VEP, prodajno vrednost, odkupno vrednost, spremembo VEP v določenih časovnih razdobjih ter število enot v obtoku.

Upravljevec je dolžan vsem imetnikom investicijskih kuponov posredovati najmanj naslednja pisna obvestila:

- pisni povzetek revizijskega poročila o poslovanju vzajemnega sklada v roku 30 dni po prejemu poročila pooblaščenega revizorja;
- predlog za imenovanje članov odbora investitorjev vzajemnega sklada MODRA KOMBINACIJA in obvestilo o postopku imenovanja članov oziroma o pravicah imetnikov investicijskih kuponov v postopku imenovanja članov odbora;
- obvestilo o spremembi pravil upravljanja v obliki čistopisa veljavnih pravil upravljanja vzajemnega sklada MODRA KOMBINACIJA.

Investicijski odbor vzajemnega sklada MODRA KOMBINACIJA sestavljajo trije člani, ki so imenovani za dobo enega leta in so lahko ponovno imenovani. Za odbor investitorjev se smiselno uporabljajo določbe o nadzornem svetu investicijske družbe, če ni v ZISDU drugače določeno.

5. POSTOPEK IZDAJE IN VPLAČIL INVESTICIJSKIH KUPONOV MODRE KOMBINACIJE

Imetniki enot vzajemnega sklada do sedaj fizično ne posedujejo investicijskih kuponov, pač pa originalne obračune vplačil investicijskih kuponov, ki se glasijo na ime.

Zainteresirani investitor lahko opravi vpis preko pooblaščenega vpisnega mesta in sicer osebno, preko telefaksa oziroma preko telefona. V zadnjem primeru je dolžan svoj vpis dodatno pisno dokumentirati.

- Naročila za nakup investicijskih kuponov sprejemajo pooblaščena vpisna mesta za ime in za račun vzajemnega sklada. Investitor na dan predaje naročila prejme pisno potrdilo upravljalvske družbe o sprejemu naročila za nakup enot vzajemnega sklada po še neznanih vrednostih. Vpis se izvrši po prodajni vrednosti na dan priliva denarnih sredstev (VEP povečana za vstopno provizijo - 1,4%) na namembni račun in vsaj en dan po predaji naročila, ne glede na dejanski priliv sredstev. V primeru, ko se investicijski kuponi vplačujejo istega dne, ko je bilo dano naročilo za nakup, se le-ti vplačujejo po vrednosti izračunani konec tega dne, torej veljavni in objavljeni naslednji delovni dan.

- Investicijski kupon se lahko vplača samo v denarju in v celoti. Vplačila se izvršijo direktno na žiro račun vzajemnega sklada MODRA KOMBINACIJA št.: 50100-651-846099 pri Agenciji RS za plačilni promet, podružnica Ljubljana, z ustreznim sklicem. Vplačilo investicijskih kuponov je investitor dolžan izvršiti v roku, ki ne sme biti daljši od petih delovnih dni od predaje naročila, sicer se to naročilo šteje za zapadlo. Če vplačilo ne zadostuje za nakup polnega števila vpisanih enot se smatra, da je bil vpis izveden za prvo manjše polno število enot. Presežek denarja se nemudoma vrne na vplačnikov račun.

- Za uspešen vpis investicijskih kuponov oziroma za nastanek pravic in obveznosti med upravljalvsko družbo in investitorjem se zahteva pravilna predaja naročila za nakup in prihod denarja na namembni račun.

Investicijski kuponi MODRE KOMBINACIJE se lahko kupijo po prodajnem tečaju, ki ga dnevno (konec tekočega dne) izračuna upravljevec. Srednja vrednost enote je na začetku poslovanja znašala 100,00 SIT (dne 18.11.1993).

- Izračun vrednosti investicijskega kupona: Kupon MODRE KOMBINACIJE se lahko glasi na eno ali več enakih enot, na katere je razdeljeno premoženje MODRE KOMBINACIJE. Vrednost kupona se določa tako, da se čista vrednost MODRE KOMBINACIJE deli s skupnim številom enot premoženja, pomnoženo s številom enot, na katere

se glasi investicijski kupon. Prodajna vrednost investicijskega kupona je povečana VEP za vstopno provizijo.

Vse pravice iz naslova imetništva investicijskega kupona MODRE KOMBINACIJE, ki so:

- pravica do sorazmernega dela čistega dobička iz naložb MODRE KOMBINACIJE,
- pravica, da upravljavec izplača imetniku na njegovo zahtevo vrednost investicijskega kupona,
- pravica do sorazmernega dela vrednosti sredstev ob likvidaciji MODRE KOMBINACIJE, začno teči v trenutku, ko prispe plačilo na namembni račun.

6. POSTOPEK ODKUPA INVESTICIJSKIH KUPONOV MODRE KOMBINACIJE

Ilirika DZU, d.o.o. je dolžna dnevno odkupovati investicijske kupone vzajemnega sklada, pod naslednjimi pogoji:

- Imetnik kupona lahko preko pooblaščenega vpisnega mesta od upravljalvske družbe Ilirika DZU, d.o.o. kadarkoli zahteva, da mu izplača vrednost investicijskega kupona, na podlagi posredovanega pisnega naročila za prodajo investicijskih kuponov, ki ga preda osebno, po pošti ali telefaksu. Vpisno mesto na dan prejema naročila imetniku investicijskega kupona posreduje potrdilo upravljalvske družbe o prejemu naročila za prodajo. Zahtevku/naročilu je potrebno pred izplačilom vrednosti kupona priložiti investicijski kupon. Če investicijskega kupona četrti dan po predaji zahtevka/naročila še ni pri pooblaščenem vpisnem mestu, se naročilo smatra za neobstoječe. V primeru, da imetnik izgubi investicijski kupon, mu Ilirika DZU, d.o.o. po preklicu v Uradnem listu in na sedežu Ilirike DZU, d.o.o. izda dvojniki. Stroške preklica in izdaje dvojnika nosi imetnik. Imetnik lahko preda tudi zahtevek za odkup, ki se glasi le na del enot. V tem primeru se izplača zahtevani del enot, namesto starega investicijskega kupona oziroma obračuna pa se izstavi nov dokument, ki se glasi na preostanek enot za katere izplačilo ni bilo zahtevano.

- Višina cene za odkup investicijskega kupona se ugotovi na naslednji način: čista vrednost vzajemnega sklada MODRE KOMBINACIJE deljeno s skupnim številom enot premoženja, pomnoženo s številom enot, na katere se glasi kupon. Odkupi ga v višini, ki velja na dan izplačila, zmanjšani za odkupno provizijo.

- Izplačilo se opravi v denarju na račun imetnika investicijskega kupona skladno z zakonodajo oziroma na račun/depo pri borznem posredniku, preko katerega je izvedel tudi vplačilo in v roku, ki ne more biti krajši od enega delovnega dne in ne daljši od petih delovnih dni od prejema zahtevka/naročila. Izplačila se izvršujejo po vrstnem redu prejema zahtevkov/naročil za prodajo investicijskih kuponov.

- Z dnem izplačila prenehajo pravice imetnika kupona, ki iz tega kupona izvirajo.

Imetniki investicijskih kuponov se za odkup le-teh obračajo na katerokoli navedeno pooblaščenno vpisno mesto.

7. POSTOPEK IN NAČIN RAZDELITVE DOBIČKA MODRE KOMBINACIJE IMENTIKOM INVESTICIJSKIH KUPONOV

Upravljavce se je odločil za politiko reinvestiranja ustvarjenega čistega dobička, kar pomeni, da se dobiček tekoče vračunava v premoženje sklada in s tem povečuje vrednost investicijskih kuponov.

Dobiček za leta 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998 in 1999 je tekoče vračunan v povečanje čiste vrednosti sredstev v upravljanju.

Upravljalvska družba bo ta pravila upravljanja prilagodila morebitnim bodočim prisilnim predpisom.

8. POSTOPEK ZA SPREMEMBO PRAVIL UPRAVLJANJA

Pravila upravljanja lahko upravljalvska družba Ilirika DZU, d.o.o. spremeni s sklepom svojih organov in soglasjem ATPV, ki izvaja nadzor nad poslovanjem vzajemnega sklada MODRA KOMBINACIJA in Iliriko DZU, d.o.o.. Ilirika DZU, d.o.o. mora vse imetnike investicijskih kuponov pisno obvestiti o spremembi. Pomembnejše spremembe pravil upravljanja praviloma ne morejo veljati prej kot 30 dni po njihovem sprejemu.

9. POSTOPEK LIKVIDACIJE MODRE KOMBINACIJE

Imetnik investicijskega kupona in njegov upnik ne moreta zahtevati razdelitve premoženja /likvidacije/ MODRE KOMBINACIJE.

Likvidacija MODRE KOMBINACIJE se izvede v naslednjih primerih:

1. Če je s pravnomočno odločbo ATVP upravljavski družbi Ilirika DZU, d.o.o. odvzeto dovoljenje za opravljanje dejavnosti ali če je bil nad Iliriko DZU, d.o.o. začet stečajni postopek ali postopek likvidacije.
 2. Če v roku treh mesecev po objavi prvega poziva javnosti za vplačilo investicijskih kuponov niso vplačani investicijski kuponi v skupni vrednosti najmanj 50.000.000,00 SIT.
 3. Če se čista vrednost vzajemnega sklada zmanjša pod 50.000.000,00 SIT in v nadaljnjih treh mesecih ne doseže 50.000.000,00 SIT.
 4. Če je bila v zadnjem letu čista vrednost sredstev vzajemnega sklada manjša kot 50.000.000,00 SIT v posameznih obdobjih, ki skupno presegajo šest mesecev.
 5. Če se upravljanje vzajemnega sklada ne prilagodi zahtevam nove zakonodaje.
- Sklep o začetku likvidacije objavi Ilirika DZU, d.o.o. v časopisu Delo in v Uradnem listu RS in o tem pisno obvesti imetnike investicijskih kuponov.

V primerih, ko je to možno, se s sklepom ATVP upravljanje MODRE KOMBINACIJE pogodbeno prenese na drugega upravljalca, likvidacija pa se ne opravi.

Od dneva objave sklepa o začetku likvidacijskega postopka imetniki investicijskih kuponov od Ilirike DZU, d.o.o. ne morejo več zahtevati izplačila vrednosti investicijskega kupona.

Po sprejemu sklepa o začetku likvidacije Ilirika DZU, d.o.o. vnovči vse naložbe MODRE KOMBINACIJE. Iz denarne likvidacijske mase si ima Ilirika DZU, d.o.o. pravico izplačati:

- provizijo sorazmerno času upravljanja v letu likvidacije,
- stroške likvidacije vendar največ 5% vrednosti premoženja.

Ostane razdeli imetnikom investicijskih kuponov v sorazmerju s številom investicijskih kuponov v obtoku in brez odkupne provizije.

V primeru, ko bi prišlo do likvidacije družbe za upravljanje iz razlogov navedenih v drugem odstavku te točke, družba za upravljanje ni upravičena da si izplača provizijo sorazmerno času upravljanja v letu likvidacije iz denarne likvidacijske mase.

10. OSTALO

Nova Pravila upravljanja je Ilirika DZU, d.o.o. uskladila z ZISDU (Ur.l.RS št. 6/94, 25/97, 10/98 in 26/99). Le - ta nadomestijo pravila z dne 18.11.1993, 22.11.1993, 28.11.1994, 1.10.1997, 19.1.1999 ter 17.9.1999.

Pravila upravljanja morajo biti na razpolago brezplačno na sedežu upravljavske družbe in na ostalih vpisnih mestih, ki sprejemajo naročila za nakup in prodajo investicijskih kuponov in jih imetnik investicijskega kupona sprejme s tem, ko vplača znesek določen za nakup investicijskega kupona.

Uporabljajo se 30. dan po pridobitvi soglasja ATVP.

Ljubljana, 17. avgust 2000

Edvard Oven, direktor

Priloga 2: Računovodske rešitve v vzajemnih skladih

Bilanca stanja: ima najmanj teje postavke:

Sredstva

1. Denarna sredstva
2. Kratkoročni vrednostni papirji
 - Domači vrednostni papirji (državni vrednostni papirji, izvedeni VP, drugi VP)
 - Tuji vrednostni papirji
3. Dolgoročni vrednostni papirji
 - Domači vrednostni papirji (državni VP; drugi VP, s katerimi se trguje na borznem trgu- delnice, obveznice; drugi VP, s katerimi se trguje na prostem trgu- delnice, obveznice; drugi vrednostni papirji)
 - Tuji vrednostni papirji (državni VP; drugi VP- delnice, obveznice)
 - Drugi vrednostni papirji
4. Dana posojila in depoziti
 - Dana kratkoročna posojila in depoziti
 - Dana dolgoročna posojila in depoziti
5. Terjatve
 - Terjatve za prodane vrednostne papirje
 - Terjatve za prodane investicijske kupone
 - Terjatve do družbe za upravljanje
 - Terjatve za obresti in dividende
 - Druge terjatve iz poslovanja
6. Aktivne časovne razmejitve

Skupaj sredstva (od 1 do 5)

Zunajbilančna aktiva

Obveznosti do virov sredstev

1. Kratkoročne obveznosti
 - Obveznosti iz nakupa vrednostnih papirjev
 - Obveznosti iz odkupa investicijskih kuponov
 - Obveznosti za plačilo davkov
 - Obveznosti do družbe za upravljanje
 - Druge obveznosti
2. Pasivne časovne razmejitve
3. Rezervacije
4. Čisti nerealizirani kapitalski dobiček
5. Investicijski kuponi
 - Vplačani investicijski kuponi
 - Revalorizacijski popravek investicijskih kuponov
 - Preneseni čisti dobiček ali izguba prejšnjih let
 - Nerazdeljeni čisti dobiček ali izguba poslovnega leta

Skupaj obveznosti do virov sredstev (od 1 do 4)

Zunajbilančna pasiva

Izkaz prihodkov in odhodkov: ima najmanj te postavke:

1. Prihodki od obresti
2. Prihodki od dividend
3. Realizirani kapitalski dobički
4. Drugi prihodki
5. Skupaj prihodki (od 1 do 4)
6. Odhodki v zvezi z družbo za upravljanje
7. Čiste nerealizirane kapitalske izgube
8. Realizirane kapitalske izgube
9. Odhodki za oblikovanje rezervacij
10. Odhodki za popravke vrednosti naložb
11. Odhodki v zvezi s posredovanjem vrednostnih papirjev
12. Vsak drug odhodek, ki presega 5% vseh odhodkov
13. Drugi odhodki
14. Skupaj odhodki (od 6 do 13)
15. Dobiček ali izguba (od 5 do 14)
16. Davek od dobička
17. Čisti dobiček (od 15 do 16)
18. Izenačevanje prihodka za prodane kupone
19. Izenačevanje prihodka za izplačane kupone
20. Čisti dobiček za razdelitev
 - Že razdeljeni čisti dobiček za razdelitev
 - Še ne razdeljeni čisti dobiček za razdelitev
21. Nerazdeljeni čisti dobiček (17+18-19-20)
22. Čisti dobiček na investicijski kupon glede na povprečno število kuponov

Izkaz finančnih tokov: ima najmanj te postavke:

Začetno stanje denarnih sredstev vzajemnega sklada

- + pritoki od prodaje kuponov vzajemnega sklada
- odtoki za izplačilo kuponov vzajemnega sklada
- dobiček, izplačan med obdobjem
- = čisti pritoki od širitve poslovanja
- + pritoki od prodaje naložb
- odtoki od prodaje naložb
- + (-) sprememba rezervacij
- + (-) sprememba terjatev, obveznosti in časovnih razmejitev
- + (-) sprememba čistega nerealiziranega kapitalskega dobička
- = čisti pritoki od upravljanja premoženja
- + nerazdeljeni čisti dobiček
- = končno stanje denarnih sredstev vzajemnega sklada

Priloga 3: Portfelj vzajemnega sklada Alfa na dan 30.6.2001

KODA	NAZIV	ŠTEVILO	VREDNOST	DELEŽ SREDSTEV
IEKG	INTEREUROPA KOPER	21.886	63.350.778	8,88%
KRKG	KRKA TOVARNA ZDRAVIL, P.O.	2.090	55.989.470	7,84%
SOS2	SLOVENSKI ODŠKODNINSKI SKLAD	6.800	52.175.502	7,31%
PULG	PIVOVARNA UNION D.D. LJUBLJANA	977	41.818.257	5,86%
RUTG	RUDIS TRBOVLJE	30.548	39.712.400	5,56%
CICG	CINKARNA CELJE	2.843	37.951.918	5,32%
GRVG	GORENJE VELENJE	16.495	34.357.106	4,81%
BTC1	BLAGOVNO TRGOVINSKI CENTER D.D.	2.344	30.161.637	4,23%
RS04	REPUBLIKA SLOVENIJA	225	27.098.608	3,80%
AB03	ABANČNA BORZNOPOSRED. HIŠA D.D.	1.220	26.524.815	3,72%
ZTOG	ŽITO LJUBLJANA	1.421	24.076.614	3,37%
DRPG	DROGA PORTOROŽ D.D.	605	20.698.042	2,90%
SKB4A	SKB BANKA D.D. LJUBLJANA	195	19.931.214	2,79%
SZ11	REPUBLIKA SLOVENIJA	2.100	19.830.752	2,78%
MEDR	MEDALJON D.D. MARIBOR	17.870	19.657.000	2,75%
VLOG	VALKARTON D .D. LOGATEC	6.627	17.230.200	2,41%
SKB3	SKB BANKA D.D. LJUBLJANA	265	15.090.858	2,11%
VIP5	BANKA VIPA D.D. NOVA GORICA	350	14.657.312	2,05%
SKR1	SLOVENSKA RAZVOJNA DRUŽBA	124	13.109.771	1,84%
VIP4	BANKA VIPA D.D. NOVA GORICA	270	12.541.868	1,76%
ACL1	AUTOCOMMERCE D.D. LJUBLJANA	100	12.061.188	1,69%
COMG	COLOR MEDVODE	5.960	11.914.040	1,67%
MELR	PS MERCATOR LJUBLJANA	778	10.780.567	1,51%
DEPOZITI	POMURSKA BANKA D.D.		28.201.797	3,95%
	OSTALE DELNICE		33.485.001	4,69%
	OSTALE OBVEZNICE		20.771.474	2,91%
SKUPAJ			703.178.189	98,52%

Vir: Interni podatki Probanke DZU.

Priloga 4: Revidirani računovodski rezultati za vzajemni sklad Galileo

BILANCA STANJA na dan 31.12.2000		(v tisoč SIT)	
Postavka	31.12.2000	31.12.1999	
SREDSTVA			
Denarna sredstva	16.094	44.226	
Kratkoročni vrednostni papirji	246.290	237.593	
Kratkoročni papirji Republike Slovenije	246.290	28.649	
Blagajniški zapisi Banke Slovenije	-	208.944	
Dolgoročni vrednostni papirji	4.799.103	4.579.818	
<i>Domači vrednostni papirji</i>	4.616.934	4.579.818	
Vrednostni papirji Republike Slovenije	6.793	6.338	
Vrednosti papirji z borzno kotacijo			
-delnice	3.299.205	2.608.658	
Vrednostni papirji-prosti trg			
-delnice	1.172.570	1.562.337	
-obveznice gospodarskih družb	138.366	37.615	
Drugi vrednostni papirji	-	364.870	
<i>Tuji vrednostni papirji</i>	182.169	-	
-delnice	182.169	-	
Terjatve	17.475	9.657	
Terjatve za prodane vrednostne papirje	10.000	5.095	
Ostale terjatve	7.475	4.562	
Skupaj sredstva	5.078.962	4.871.294	
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV			
Obveznosti	12.078	32.780	
Obveznosti iz naslova nakupa vrednostnih papirjev	11.499	31.906	
Obveznosti do družbe za upravljanje	579	874	
Čisti nerealizirani kapitalski dobiček	-	371.309	
Investicijski kuponi	5.066.884	4.467.205	
Vplačani investicijski kuponi	2.563.966	3.270.587	
Preneseni čisti dobiček ali izguba prejšnjih let	1.851.502	580.304	
Nerazd. izguba ali čisti dobiček tekočega leta	(35.833)	292.497	
Revalorizacijski popravek	687.249	323.817	
Skupaj obveznosti do virov sredstev	5.078.962	4.871.294	

IZKAZ USPEHA za obdobje 1.1.2000-31.12.2000		(v tisoč SIT)	
Postavka	31.12.2000	31.12.1999	
PRIHODKI			
Prihodki od obresti	17.042	11.030	
Prihodki od dividend	138.739	76.901	
Realizirani kapitalski dobički	93.567	282.469	
Revalorizacijski presežek	-	30.266	
Drugi prihodki	4.863	1.435	
SKUPAJ PRIHODKI	254.211	402.101	
ODHODKI			
Odhodki v zvezi z DZU	96.353	70.524	
Čiste nerealizirane kapitalske izgube	102.630	-	
Realizirane kapitalske izgube	69.664	30.990	
Odhodki v zvezi s posredovanjem vrednostnih papirjev	3.451	4.777	
Drugi odhodki			
-Revalorizacijski primankljaj	15.159	-	
-Odhodki za obresti od vrednostnih papirjev	704	2.322	
-Popravki vrednosti	-	363	

-Ostalo	2.083	628
SKUPAJ ODHODKI	290.044	109.604
IZGUBA/DOBIČEK	(35.833)	292.497
Davki	-	-
ČISTA IZGUBA/DOBIČEK	(35.833)	1.173.737
Izenačevanje prihodka za prodane kupone	416.342	195.036
Izenačevanje prihoska za izplačane kupone	308.291	1.271.198
NERAZDELJENI DOBIČEK	72.218	1.271.198
ČISTI DOBIČEK NA INV. KUPON	12,53	52,87*

* (izračun za leto 1999 po denominaciji)

Vir: Interni podatki Kmečke družbe.

Priloga 5: Agregatna struktura naložb vzajemnih skladov v obdobju 1997-2000

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

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000.

Priloga 6: Mednarodni podatki vrajennih skladov na dan 31. 3. 2001

Država	Sredstva v odprtih skladih (v mio \$)	Število vzajennih skladov
Argentina	7,473	237
Avstralija	301,691	-
Avstrija	74,746	1,859
Belgija	63,903	948
Braziliya	144,978	2,180
Kanada	255,903	1,745
Čile	-	-
Kostarika	1,142	133
Češka	1,914	66
Danska	30,091	412
Finska	11,581	259
Francija	684,665	7,250
Nemčija	208,082	1,009
Grčija	24,811	260
Hong Kong	198,466	1,025
Madžarska	1,867	89
Indija	12,602	249
Irska	-	-
Italija	372,501	980
Japonska	418,473	2,762
Koreja	113,329	8,004
Luxemburg	688,436	6,247
Mexico	21,239	310
Nizozemska	-	-
Nova Zelandija	6,985	400
Norveška	14,877	377
Filipini	127	20
Poljska	1,230	86
Portugalska	15,480	195
Romunija	10	20
Rusija	212	39
Južna Afrika	15,468	348
Španija	154,402	2,458
Švedska	62,966	515
Švica	73,362	295
Taiwan	38,406	296
Velika Britanija	363,246	2,069
ZDA	6,625,828	8,240
Skupaj	11,010,492	51,382

-: ni podatka

Vir: Investment Company Institute in internetni naslov [http://www.ici.org/facts_figures/intl_survey_3_01.html].