

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PRAVNI VIDIK VZAJEMNIH SKLADOV
V SLOVENIJI**

Ljubljana, september 2003

SIMONA HORVAT

IZJAVA

Študentka _____ izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD.....	1
2. ZAKONODAJA, KI V SLOVENIJI UREJA INVESTICIJSKE SKLADE IN DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE	2
2.1. NASTAJANJE ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE	2
2.2. SPREJEMANJE IN SPREJETJE NOVEGA ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE.....	2
3. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV PO SLOVENSKE ZAKONODAJI.....	4
3.1. ZAPRTI SKLAD OZIROMA INVESTICIJSKA DRUŽBA.....	6
3.2. POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA	7
3.3. ODPRTI SKLAD OZIROMA VZAJEMNI SKLAD	8
4. PRAVNA UREDITEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI.....	9
4.1. SPLOŠNE ZNAČILNOSTI VZAJEMNEGA SKLADA	9
4.2. OBLIKOVANJE VZAJEMNEGA SKLADA	10
4.3. UPRAVLJANJE VZAJEMNEGA SKLADA.....	11
4.4. STROŠKI UPRAVLJANJA VZAJEMNEGA SKLADA.....	12
4.5. ČLANSTVO V VZAJEMNEM SKLADU	13
4.6. NALOŽBE VZAJEMNEGA SKLADA	13
4.7. DONOSNOST, VREDNOST ENOTE PREMOŽENJA	14
4.8. NADZOR NAD POSLOVANJEM VZAJEMNEGA SKLADA.....	15
4.9. DAVČNI VIDIK VARČEVANJA V VZAJEMNEM SKLADU.....	16
5. RAZCVET VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI.....	16
5.1. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI V LETU 2002 IN PRVEM ČETRTLETJU 2003	16
5.2. RAZLOGI ZA RAZCVET VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI.....	18
5.2.1 Lastnosti vzajemnih skladov	18
5.2.1.1. Likvidnost vzajemnih skladov.....	18
5.2.1.2. Varnost in donos vzajemnih skladov.....	18
5.2.1.3. Dostopnost vzajemnih skladov	19
5.2.1.4. Prilagodljivost vplačevanja v vzajemne sklade.....	19
5.2.1.5. Preglednost vzajemnih skladov	20
5.2.1.6. Stroški vlaganja v vzajemne sklade.....	20
5.2.1.7. Zasebnost in varovanje podatkov	21
5.2.2 Ugodnejše varčevanje v vzajemnih skladih kot v borznih hišah.....	21
5.2.3 Ugodnejše varčevanje v vzajemnih skladih kot v investicijskem skladu.....	22
6. SPREMEMBA ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE IN NJEGOVE POSLEDICE	23
6.1. NEKATERE OVIRE KI JIH JE PREDSTAVLJAL DOSEDANJI ZAKON.....	23
6.2. POGLAVITNE SPREMEMBE PRAVNE UREDITVE VZAJEMNIH SKLADOV, KI JIH JE UVELJAVIL NOVI ZAKON.....	24
6.2.1 Opredelitev vzajemnih skladov kot posebnih vzajemnih skladov.....	24

6.2.2 Pravni institut skrbniških storitev in Družba za upravljanje.....	25
6.2.3 Odprava omejitev glede prostega pretoka kapitala.....	26
6.2.4 Večji poudarek zaščiti vlagateljev.....	27
6.2.5 Večja fleksibilnost zakona glede naložbene politike investicijskih skladov.....	27
6.2.6 Ostale spremembe.....	28
6.2.7 Določbe zakona glede preoblikovanja pooblaščenih investicijskih skladov.....	29
6.2.8 Roki za uskladitev.....	29
6.3. EKONOMSKE POSLEDICE ZAKONSKIH SPREMEMB ZA SLOVENSKE VZAJEMNE SKLADE IN VARČEVALCE.....	30
6.3.1 Splošni vidik.....	30
6.3.2 Razvoj slovenskega finančnega trga.....	30
6.3.3 Povečana konkurenca tujih vzajemnih skladov v Sloveniji.....	31
6.3.4 Ugodnejša davčna politika pri vlaganju v tuje vzajemne sklade.....	32
6.3.5 Združevanje slovenskih vzajemnih skladov.....	32
6.3.6 Donosnost vzajemnih skladov.....	33
6.3.7 Ostale ekonomske posledice zakonskih sprememb.....	33
6.3.8 Vplačevanje slovenskih vlagateljev v tuje vzajemne sklade.....	34
6.3.8.1. Prisotnost tujih vzajemnih skladov v Sloveniji.....	36
6.3.8.2. Razlike med vzajemnimi skladi in hedge skladi.....	36
6.3.8.3. Izbiranje upravitelja tujega vzajemnega sklada.....	37
7. SKLEP.....	38
LITERATURA.....	40
VIRI.....	41

1. UVOD

Namen diplomskega dela je obravnava mesta, vloge, razvoja in perspektive pravnega vidika vzajemnih skladov v Sloveniji.

S svojo desetletno prisotnostjo na domačem finančnem trgu so le ti, ravno v zadnjem letu, pridobili vidnejšo vlogo, ki se pospešeno povečuje. Vzajemni skladi so postali podobno kot prej v razvitem svetu, tudi v Sloveniji, del vsakdanjika čedalje širšega kroga varčevalcev. Mediji o njih nenehno poročajo, ter nas obenem prepričujejo, da gre za varčevanje, ki je primerno za netvegane naložbe ob večjih donosih, kot če bi po tradiciji varčevali v bankah.

Od 2. januarja 2003 velja v Sloveniji novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/2002). Ta zakon je bil tudi zadnji v seriji velikih finančno sistemskih zakonov¹, ki ga je Slovenija še morala sprejeti, da bi uskladila svojo finančno ureditev z Evropsko unijo. Spremenjena zakonodaja pa narekuje številne spremembe upravljavcem vzajemnih skladov, ki se jim je za uspešno poslovanje v prihodnje nujno čimprej prilagoditi. Novi zakon pa hkrati pomeni velike spremembe in nove možnosti tudi za varčevalce.

Poglavje, ki sledi uvodu, sem namenila samemu nastajanju Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki v Sloveniji ureja investicijske sklade in družbe za upravljanje. V tretjem poglavju sem kratko opredelila investicijske sklade po slovenski zakonodaji. Pravno ureditev vzajemnih skladov v Sloveniji sem podrobneje razčlenila v četrtem poglavju. V petem poglavju sem poskušala pojasniti, zakaj se v zadnjih letih vse več varčevalcev odloča za varčevanje v vzajemnem skladu. Kakšne spremembe so botrovale sprejetju novega zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje in kaj le te pomenijo za varčevalce in upravljavce vzajemnih skladov, sem ugotavljala v šestem poglavju. Na koncu sem glavne misli povzela v sklepu.

Zavedam se, da je varčevanje pogoj, da si mlad človek lahko, nekega dne, karkoli ustvari. Po drugi strani pa sem zaradi odmevnih afer, ki so izneverile marsikaterega varčevalca naše mlade države, upravičeno skeptična do različnih oblik varčevanja. V bližnji prihodnosti nameravam varčevati za stanovanje oz. hišo in se zato želim kar najbolje seznaniti z vsemi možnostmi in pastmi, ki jih ponuja varčevanje v vzajemnih skladih, ki se mi na prvi pogled zdijo idealna alternativa varčevanja. Prepričana sem, da mi bo podrobno obravnavanje pravnega vidika vzajemnih skladov v prihodnosti v pomoč pri povezovanju z ekonomskim vidikom, in da bom tako lahko previdno, a suvereno vstopila v zrelejše obdobje življenja.

¹ V letu 1999 sta bila sprejeta Zakon o bančništvu in Zakon o trgu vrednostnih papirjev, leta 2000 pa Zakon o zavarovalništvu.

2. ZAKONODAJA, KI V SLOVENIJI UREJA INVESTICIJSKE SKLADE IN DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE

2.1. NASTAJANJE ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE

Investicijski skladi so v Sloveniji nastali in začeli poslovati januarja leta 1992. Takrat so namreč bili v okviru posameznih borznih hiš ustanovljeni prvi vzajemni skladi. Večji vzpon in pravna določila pa so se razvila šele z začetkom privatizacije. Novembra leta 1992 je bil sprejet Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list, RS št. 55/1992; v nadaljevanju ZLPP), prvi investicijski skladi pa so bili uzakonjeni kot subjekti privatizacije.

V letu 1993 so bili ustanovljeni trije vzajemni skladi. Pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter način njihovega poslovanja je uredil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je pričel veljati 13. marca 1994 (Uradni list RS, št. 6/1994; v nadaljevanju ZISDU, 1994).

S sprejetjem navedene zakonodaje so se opredelili zakonski okviri za delovanje družb za upravljanje in investicijskih družb ter skladov. Skladi, ki so delovali pred sprejetjem navedene zakonodaje in so delovali izven predpisanih okvirov, so morali do 31.12.1994 prilagoditi svoje delovanje tej zakonodaji (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 59).

V Sloveniji je do prve spremembe zakonodaje (1. 1. 1995) obstajalo že 13 vzajemnih skladov. Po 1. 1. 1995 so morali vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje, ustanovljenih po ZISDU, 1994. S to zahtevo ter ostalimi pogoji in obvezami, ki jih je prinesel ta zakon so mnoge borzne hiše opustile idejo o upravljanju vzajemnih skladov. Takšna odločitev je bila z vidika ekonomskega interesa edino logična, saj so borzne hiše realizirale več prihodkov s klasičnim svetovanjem in z individualnim upravljanjem s porfelji (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 109).

2.2. SPREJEMANJE IN SPREJETJE NOVEGA ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE

Pri poslovanju pa so vzajemni skladi kljub urejeni zakonodaji velikokrat naleteli na ovire, ki jih je najpogosteje povzročal ravno nedovršen ZISDU, 1994. Pokazale so se razne pomanjkljivosti in ovire tega zakona, ter vse večja želja in nuja po njegovi spremembi.

Prvotni namen predlagatelja novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je bil dvojen. Od pridružitvenega sporazuma v letu 1997 naprej, je bilo znano,

da se bo morala uskladiti ureditev glede ustanavljanja in poslovanja investicijskih skladov in družb za upravljanje z evropskimi direktivami. Gre za tako imenovane UCITS² direktive: Direktiva 1985/611/EEC, Direktiva 2001/107/EC in Direktiva 2001/108/EC. Po drugi strani pa naj bi zakon uredil tudi preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb (v nadaljevanju PID) iz privatizacijskih posrednikov, za kar so bili ustanovljeni, v normalne finančne institucije-posrednike in s tem tudi dokončno zaključil vprašanje privatizacije. Žal je predlagatelj, uspel le v svojem prvem cilju in uskladil zakon z evropskimi direktivami o investicijskih skladih (More, 2003, str. 12).

Samo nastajanje Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je bilo dolgotrajno in težavno. Predlog zakona je šele poleti 2001 prestal prvo obravnavo. Zatem je leto dni zadeva mirovala, nazadnje pa je bila, po raznih nesoglasjih in lobiranjih prva različica predloga zakona umaknjena iz postopka. Besedilo zakona je bilo zaradi pripomb predstavnikov zainteresirane strokovne javnosti in tudi zakonodajno-pravne službe državnega zbora večkrat popravljeno.

Zaradi zelo različnih, predvsem interesno pogojenih pogledov, pa besedilo zakona ni uspelo razrešiti najbolj spornega področja preoblikovanja PID-ov. Vlada ga je iz zakonskega predloga, oktobra 2002, zaradi kratkih rokov zakonodajne procedure ter kompleksnosti področja in ker je ocenila, da ni taktno še naprej zaostajati z evropskim delom zakona, izpustila iz predloga le-tega (Slak, 2002, str. 9). Preoblikovanje PID-ov bo do sprejema novega posebnega zakona celostno urejeno z določili ZISDU, 1994, kar pa omogoča nadaljevanje anomalij, do katerih prihaja pri preoblikovanju PID v redne delniške družbe, pogosto tudi v škodo malih delničarjev PID. Spremenjeni Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje pa vendarle določa, da se PID-i lahko preoblikujejo tudi v vzajemni sklad in ne zgolj v investicijsko družbo in holding (Toplak, 2002, str. 5).

Prilagajanje slovenske finančne zakonodaje evropski so poslanci zaključili s sprejetjem zakona po nujnem postopku novembra 2002. Novi zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110-5395/2002; v nadaljevanju ZISDU-1, 2002), je začel veljati 2. januarja 2003. Le ta med drugim določa pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter ureja način in nadzor njihovega poslovanja, pa tudi nadzor in pogoje upravljanja pokojninskih vzajemnih skladov.

Smisel zakona je omogočiti integracijo obstoječih skladov na trge Evropske unije. Ureditev vzajemnih skladov v ZISDU-1, 2002 je kot sem že omenila v celoti usklajena z Evropsko unijo, odločili pa so se tudi za ureditev investicijskih družb, ki je direktive ne narekujejo, ampak je prepuščena nacionalnim zakonodajam. Ena bistvenih razlik je, da se pri nas tudi

² UCITS je kratica za Undertaking of collective investment in transferable securities, kar je pojem, ki v smislu skupnega imenovalca brez konkretizacije pravne oblike označuje pojem investicijskega sklada.

za investicijske družbe uvaja institucija skrbnika, in sicer zaradi zagotavljanja večje transparentnosti, varnosti in nadzora nad njihovim delovanjem (Slak, 2002, str. 9).

Člani Združenja družb za upravljanje so s sprejetjem novih dopolnil nezadovoljni³. Predvsem jih moti razširitev instituta skrbnika tudi na investicijske družbe in povsem novo določilo o obveznem preoblikovanju investicijskih družb v vzajemne sklade (Klapš, 2002, str. 8). To določilo predvideva za preoblikovanje šest let časa, pri čemer bodo morale družbe v prvih štirih letih uskladiti svoje naložbe in povečati delež tržnih naložb, v naslednjih dveh pa se obvezno preoblikovati v vzajemne sklade.

3. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV PO SLOVENSKI ZAKONODAJI

Osnovna vsebina Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002 je opredelitev pogojev za ustanavljanje investicijskih skladov in družb za upravljanje (v nadaljevanju DZU)⁴ ter ureditev njihovega poslovanja in nadzora nad njimi. Zakon ureja tudi pogoje prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov v Republiki Sloveniji, vrste storitev, ki jih druge osebe opravljajo za investicijske sklade in pogoje ter način opravljanja teh storitev, kakor tudi nadzor in pogoje upravljanja pokojninskih vzajemnih skladov (More, 2003, str. 13).

Investicijski sklad zakon opredeljuje kot splošen pojem, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj (1. odstavek 2. člena ZISDU-1, 2002). Konkretni pravni obliki takšnega investicijskega sklada v Republiki Sloveniji sta lahko dve, in ju kot temeljni obliki investicijskih skladov, poznajo tudi v

³ Na ustavnem sodišču je konec maja 2003, 11 investicijskih skladov in družb za upravljanje sprožilo pobudo za začetek postopka za oceno ustavnosti štirih členov ZISDU-1, 2002 kot so napovedovali že od začetka uveljavitve novega zakona. Sporne se jim zdijo kazenske določbe, ki niso usklajene z zakonom o prekrških, določbe o obveznem preoblikovanju investicijskih družb v vzajemne sklade, in prepovedi sprejemanja novih vplačil do uskladitve vzajemnega sklada, ki je nastal iz PID-a (Ručna, 2003, str. 7).

⁴ Termin družba za upravljanje v kodeksu poslovanja članic Združenja družb za upravljanje zajema družbe za upravljanje, ustanovljene v skladu z ZISDU, 1994 in ki so članice Združenja. Ta kodeks je zapis načel in pravil, po katerih se ravna družbe za upravljanje, njihovi organi in delavci pri opravljanju svoje dejavnosti in svojih nalog v odnosu do investitorjev, do drugih DZU in do gospodarskega okolja Združenja DZU (Združenje družb za upravljanje, 2003).

svetu⁵. To je vzajemni sklad, ki je odprti sklad in ni pravna oseba in investicijski sklad, ki je zaprti sklad in je pravna oseba.

Zakon določa, da nihče drug razen investicijskih skladov ne sme javno zbirati denarnih sredstev niti posredovati pri zbiranju oziroma kako drugače zagotavljati pogojev za zbiranje denarnih sredstev z namenom nalaganja teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelu razpršitve tveganj (3. odstavek 2. člena ZISDU-1, 2002).

Tako zakon na sistematičen način ureja poslovanje vzajemnih skladov ter investicijskih družb, določa pogoje za upravljanje teh skladov s strani DZU in ureja režim dovoljenj v zvezi z opravljanjem storitev upravljanja investicijskih skladov. V zvezi s slednjim zakon tudi ureja, kako je mogoče opravljati storitve upravljanja investicijskih skladov izven območja Republike Slovenije, kot tudi obratno, kako lahko te storitve opravljajo na območju Republike Slovenije tuje družbe za upravljanje in družbe za upravljanje državljanic Evropske skupnosti (More, 2003, str. 13).

Poleg rednih investicijskih skladov, je ZISDU, 1994 uredil tudi delovanje PID. V ZISDU-1, 2002 je zato v enaindvajsetem odstavku 3. člena pooblaščen investicijska družba opredeljena kot investicijska družba ustanovljena skladno z določbami 126. člena ZISDU, 1994. V skladu s tem zakonom so se PID ustanovile z namenom zbiranja lastniških certifikatov in nalaganja tako zbranih certifikatov v delnice, ki jih je prodajal Sklad Republike Slovenije za razvoj v skladu z ZLPP, 1992. Za upravljanje tovrstnih družb so se ustanovile posebne DZU, t.j. pooblaščen družbe za upravljanje (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 59).

Nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje in ustanovitev investicijskih skladov ter družb za upravljanje opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev⁶ (v nadaljevanju Agencija), ki obenem nadzoruje tudi njihovo poslovanje (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 59).

⁵ V svetu obstajajo tudi druge pravne oblike investicijskih skladov kot npr. trust ali pa kot sklad v obliki gospodarske družbe, ki se tudi sama upravlja-torej brez družbe za upravljanje.

⁶ Agencija je bila kot neodvisna organizacija ustanovljena z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/94; v nadaljevanju ZTVP, 1994), ki je začel veljati 13. 3. 1994. Z uveljavitvijo novega ZTVP, 1999 28. 7. 1999 (Uradni list RS, št. 56/1999; v nadaljevanju ZTVP-1, 1999), na podlagi katerega je prenehal veljati ZTVP, 1994, je bila zagotovljena kontinuiteta obstoja in delovanja Agencije, katere temeljna naloga je izvrševanje nadzora ter drugih nalog in pristojnosti, določenih z zakoni in na njihovi podlagi izdanimi predpisi, z namenom zagotoviti upoštevanje teh predpisov in ustvariti možnosti za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev vanje (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003).

3.1. ZAPRTI SKLAD OZIROMA INVESTICIJSKA DRUŽBA

V prvem odstavku 10. člena ZISDU-1, 2002 je investicijska družba poimenovana kot investicijski sklad, organiziran kot delniška družba s sedežem v Republiki Sloveniji. Za razliko od vzajemnega sklada je investicijska družba delniška družba, za katero se uporabljajo določila Zakona o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/1993, v nadaljevanju ZGD, 1993), razen v delih, ki jih ta zakon ureja drugače (npr. nimajo uprave, ker jih upravlja DZU, imajo pa npr. nadzorni svet)

Investicijska družba se lahko ustanovi samo po postopku postopne ustanovitve delniške družbe, pri čemer ima investicijska družba le enega možnega ustanovitelja, t.j. družbo za upravljanje. Le ta ustanovi investicijsko družbo s tem, da sprejme statut in javno objavi poziv za vpis in vplačilo delnic investicijske družbe (prvi in drugi odstavek 154. člena ZISDU-1, 2002). Zakon zahteva za investicijsko družbo najnižji osnovni kapital v znesku 200 milijonov tolarjev (155. člen ZISDU-1, 2002), ki je razdeljen na delnice istega razreda in so prosto prenosljive ter s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

Dejavnost investicijske družbe je v 1. odstavku 153. člena ZISDU-1, 2002 opredeljena kot dejavnost, ki sme opravljati izključno dejavnosti nalaganja premoženja v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. Investicijske družbe so za razliko od vzajemnih skladov zakonsko urejene kot zaprti investicijski skladi, kar pomeni, da nimajo obveze odkupovati svojih delnic na zahtevo imetnikov, zato je tudi njihova naložbena politika lahko bolj fleksibilna. Investicijska družba ima tako lahko do 20 odstotkov svojih naložb v netržnih vrednostnih papirjih ter se lahko zadolžuje tudi dolgoročno do petih let. Precej bolj fleksibilna je tudi izpostavljenost investicijske družbe do posamezne osebe. Prav tako imajo lahko investicijske družbe večjo udeležbo v izdaji posameznih izdajateljjev (le-ta je pri vzajemnih skladih omejena na 10 odstotkov) (More, 2003a, str. 15).

Investicijske družbe za razliko od vzajemnih skladov niso v celoti usklajene z evropskimi direktivami in tako ne bodo mogle tržiti svojih storitev na področju cele Evropske unije. To ne pomeni, da so investicijske družbe v nasprotju z evropskim pravnim redom, temveč le, da nimajo neposrednega dostopa na trg drugih držav članic Evropske unije. V Evropi in svetu nasploh prevladujejo skladi odprtega tipa (More, 2003a, str. 15)⁷.

⁷ Zaprti skladi, vsaj tisti, ki zbirajo sredstva od javnosti in ne v zaprtih izdajah, pa so v izraziti manjšini. Tako verjetno tudi pri nas ni pričakovati, da bi poleg investicijskih družb, ki bodo nastale iz PID (pa še te, kot bomo videli v nadaljevanju, le kot prehodna oblika), nastajale tudi nove investicijske družbe (More, 2003a, str. 15).

Investicijska družba je pravna oseba, zato obstaja pravno razmerje med investicijskim skladom in delničarji te delniške družbe, ki je urejena s statutom investicijskega sklada in pravno razmerje med investicijskim skladom in DZU, ki ga ureja pogodba o upravljanju investicijskega sklada⁸ (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 62). Za razliko od vzajemnega sklada pri investicijski družbi ni neposrednega pravnega razmerja med investitorji in DZU.

3.2. POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA

Pooblaščen investicijska družba je posebna oblika investicijske družbe. Ustanovitev le te pa je odraz svojevrstnih razmer v Sloveniji v procesu preoblikovanja družbenega premoženja in prestrukturiranja gospodarskih subjektov v učinkovitejše in fleksibilnejše sisteme (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 64). Njihova oblika je bila prehodna, saj naj bi se že v skladu z ZISDU, 1994, najkasneje v petih letih po sprejemu zakona začeli prilagajati pogojem, ki veljajo za prave investicijske sklade in se nato dokončno uskladiti z njimi v naslednjih petih letih.

Pooblaščen investicijska družba se lahko preoblikuje v vzajemni sklad. Pri tem se uporabljajo določbe 237. člena in smiselno določbe prvega do vključno petega odstavka 192. člena zakona ZISDU-1, 2002. Vzajemni sklad se oblikuje iz PID, tako, da družba za upravljanje prenese premoženje in obveznosti pooblaščen investicijske družbe, ki jo upravlja, v vzajemni sklad, sprejme pravila upravljanja vzajemnega sklada in s skrbnikom sklene pogodbo o opravljanju skrbniških storitev (oblikuje vzajemni sklad). Agencija mora izdati odločbo, s katero ugotovi, da se je PID uskladila s temi določbami (četrti in peti odstavek 237. člena ZISDU-1, 2002). DZU mora najkasneje v roku 12 mesecev od dneva prejema odločbe Agencije vložiti zahtevo Agenciji za pridobitev dovoljenja za upravljanje vzajemnega sklada, pri čemer se v zvezi z zahtevo smiselno uporabljajo določbe 117. člena ZISDU-1, 2002 (šesti odstavek 237. člena ZISDU-1, 2002).

Družba za upravljanje, ki upravlja vzajemni sklad, kateri se je preoblikoval iz pooblaščen investicijske družbe, je morala s sprejetjem ZISDU-1, 2002 pričeti z usklajevanjem poslovanja, naložb in izpostavljenosti vzajemnega sklada do posamezne osebe. Najkasneje v dveh letih od datuma prejema odločbe Agencije se mora v celoti uskladiti z njegovimi določbami (deveti odstavek 237. člena ZISDU-1, 2002).

⁸ Pogodba za upravljanje investicijske družbe je pogodba s katero se DZU zaveže upravljati investicijsko družbo v skladu s tem zakonom, s predpisi, izdanimi na njegovi podlagi, in s statutom investicijske družbe, investicijska družba pa se zaveže DZU plačevati provizijo za upravljanje v višini in rokih, določenih s statutom investicijske družbe, in ji povrniti druge stroške v zvezi z upravljanjem investicijske družbe, določene v statutu investicijske družbe (prvi odstavek 174. člena ZISDU-1, 2002).

3.3. ODPRTI SKLAD OZIROMA VZAJEMNI SKLAD

O pravnem vidiku vzajemnih skladov v Sloveniji bo veliko govora v nadaljnjih poglavjih zato naj tem mestu podam le osnovni okvir vzajemnih skladov.

Vzajemni sklad ni samostojna pravna oseba (drugi odstavek 112. člena ZISDU-1, 2002), temveč je ločeno premoženje v premoženju DZU, ki upravlja ta sklad, in je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada (prvi odstavek 112. člena ZISDU-1, 2002). Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ureja vzajemne sklade, kot odprte investicijske sklade, katerih poslovanje je v celoti usklajeno z določbami navedenih evropskih direktiv⁹. Z vstopom Slovenije v Evropsko unijo bodo takšni skladi, če bodo to želeli in če bodo imeli za to konkurenčne sposobnosti, tržili svoje storitve tudi v drugih državah članicah EU. Veljalo pa bo tudi obratno.

Odprtost pomeni, da lahko investitorji prosto vstopajo v sklad, kupujejo investicijske kupone sklada, in tudi prosto izstopajo. Investitor v tak sklad ima v vsakem trenutku pravico, da od sklada zahteva poplačilo svojega vložka, in sicer po dejanski vrednosti, ki jo mora sklad tekoče izračunati. Zaradi tega se zahteva, da ima vzajemni sklad, zaradi čim večje likvidnosti in razpršenosti tveganj, največ 10 odstotkov svojih sredstev v netržnih vrednostnih papirjih (kar je zahtevnejše od dosedanjih predpisov), ter se lahko kratkoročno zadolžuje prav tako le do 10 odstotkov svojih sredstev.

Za razliko od dosedanje ureditve je uvedena tudi možnost uvrstitve investicijskih kuponov¹⁰ vzajemnega sklada v trgovanje na organiziran trg vrednostnih papirjev (do sedaj je bil investicijski kupon neprenosljiv), kar je zlasti pomembno z vidika manjših likvidnostnih pritiskov na izplačilo investicijskih kuponov iz premoženja vzajemnega sklada (More, 2003, str. 13).

Družba za upravljanje, ki je ob uveljavitvi ZISDU-1, 2002 upravljala vzajemni sklad na podlagi ZISDU, 1994, ga bo morala v dveh letih od uveljavitve tega zakona z njim uskladiti v petih točkah (prvi odstavek 235. člena ZISDU-1, 2002). S skrbnikom bo morala

⁹ Usklajenost z evropskimi direktivami velja le za vzajemne sklade, ne pa tudi za investicijske družbe. Evropski pravni red na tem področju predstavlja skup pravil v smislu minimalnega skupnega imenovalca, ki jih morajo skladi upoštevati, da dobijo tako imenovani evropski potni list in lahko tržijo svoje storitve (npr. v primeru vzajemnih skladov so to investicijski kuponi) na področju cele EU. Ni pa pravni red tukaj povsem harmoniziran, tako da drugačni skladi, kot so npr. naše investicijske družbe, niso v nasprotju z evropskim pravnim redom, le neposrednega dostopa na področje drugih držav članic nimajo.

¹⁰ Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote (113. člen ZISDU-1, 2002). Vrednost enote premoženja vzajemnega sklada pa je enaka čisti vrednosti sredstev vzajemnega sklada, deljeni s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku (114. člen ZISDU-1, 2002).

na podlagi izdaje dovoljenja skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev za vzajemni sklad, ki ga upravlja in uskladiti prospekt in izvleček prospekta vzajemnega sklada z določbami tega zakona in na njegovi podlagi izdanih predpisov. DZU bo morala prav tako uskladiti pravila upravljanja, naložbe in poslovanje vzajemnega sklada z določbami tega zakona in na njegovi podlagi izdanih predpisov.

Če Agencija na podlagi poročila iz tretjega odstavka 235. člena in drugih podatkov in dokazov ugotovi, da je družba za upravljanje uskladila poslovanje vzajemnega sklada z določbami tega zakona in plačala tarifo Agenciji za vodenje postopka, izda odločbo, s katero ugotovi, da je uskladitev opravljena.

4. PRAVNA UREDITEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Področje upravljanja in delovanja vzajemnih skladov je določeno z novim Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. S tem zakonom so določeni pogoji za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter način in nadzor njihovega poslovanja. ZISDU-1, 2002 določa tudi pogoje prodaje investicijskih kuponov v Republiki Sloveniji, opredeljuje vrste storitev, ki jih druge osebe opravljajo za investicijske sklade s pogoji in načinom upravljanja le teh, ureja pa tudi nadzor in pogoje upravljanja pokojninskih vzajemnih skladov (1. člen ZISDU-1, 2002).

4.1. SPLOŠNE ZNAČILNOSTI VZAJEMNEGA SKLADA

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002 opredeljuje vzajemni sklad v prvem odstavku 9. člena kot investicijski sklad, oblikovan kot ločeno premoženje, ki je razdeljeno na enote, katerih vrednost je na zahtevo imetnika izplačljiva iz tega premoženja, in ki ga upravlja družba za upravljanje.

V Republiki Sloveniji je dovoljena samo javna prodaja investicijskih kuponov vzajemnega sklada in sicer: investicijskih kuponov vzajemnega sklada države članice, če je DZU države članice, ki upravlja ta vzajemni sklad, po tem zakonu pooblaščen na območju Republike Slovenije prodajati enote premoženja tega vzajemnega sklada; ter investicijskih kuponov tujega vzajemnega sklada, če je tuja DZU, ki upravlja ta vzajemni sklad, pridobila dovoljenje Agencije za ustanovitev podružnice in je po tem zakonu pooblaščen na območju Republike Slovenije prodajati investicijske kupone tega vzajemnega sklada (četrti odstavek 9. člena ZISDU-1, 2002).

Posebna namena vzajemnega sklada ZISDU-1, 2002 ne opredeljuje. Pravi zgolj, da se vzajemni sklad oblikuje in upravlja izključno v korist lastnikov vzajemnega sklada. Namen ustanavljanja in poslovanja vzajemnega sklada je zato mogoče določiti tako kot za vse gospodarske subjekte – opravljanje pridobitne dejavnosti. Vzajemni sklad torej nastopa na trgu z namenom pridobivanja dobička, pri tem pa moramo poudariti, da ni gospodarska družba v smislu določb ZGD, 1993, niti nima lastne pravne subjektivitete (Strojan, 2002, str. 105)¹¹.

Ime oziroma firma vzajemnega sklada mora vsebovati označbo, da gre za posebni vzajemni sklad¹² oziroma za vzajemni sklad. ZISDU-1, 2002 določa prepoved za vse druge subjekte glede uporabe besed vzajemni sklad ali drugih besed oziroma besednih zvez, ki bi zavajale v zmotu, da ta subjekt opravlja dejavnost investicijskih skladov.

Vzajemni sklad je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje. To premoženje je bilo financirano z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb in je v lasti teh oseb. Lastništvo sklada mora biti razpršeno ter je omejeno s 5 odstotki enot premoženja posameznega sklada (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 59).

ZISDU-1, 2002 ne postavlja pogojev glede ustanovitvenega kapitala vzajemnega sklada, saj ne gre za kapitalsko družbo po ZGD, 1993. Kljub temu pa je prenizka čista vrednost sredstev vzajemnega sklada lahko razlog za likvidacijo. Omejitve glede najmanjšega števila članov vzajemnega sklada ZISDU-1, 2002 ne vsebuje (Strojan, 2002, str. 106).

4.2. OBLIKOVANJE VZAJEMNEGA SKLADA

Vzajemni sklad lahko oblikuje le družba za upravljanje (prvi odstavek 115. člena ZISDU-1, 2002). Oblikuje ga tako, da najprej sprejme pravila upravljanja vzajemnega sklada in zatem sklene pogodbo s skrbnikom o opravljanju skrbniških storitev (drugi odstavek 115. člena ZISDU-1, 2002), mora pa pridobiti tudi dovoljenje Agencije za upravljanje tega vzajemnega sklada (116. člen ZISDU-1, 2002). Temu sledi vpis in vplačilo ter izdaja investicijskih kuponov in nazadnje investiranje z vplačili investicijskih kuponov pridobljenih denarnih sredstev v vrednostne papirje.

DZU sklene pogodbo z depozitarjem in banko. Z depozitarjem sklene pogodbo, s katero ga pooblasti za upravljanje vseh poslov v zvezi s hrambo vrednostnih papirjev vzajemnega sklada, banko (oziroma drugo organizacijo, ki je pooblaščen za opravljanje poslov plačilnega prometa) pa s pogodbo pooblasti za opravljanje vseh poslov v zvezi z denarnim poslovanjem vzajemnega sklada.

¹¹ Besedilo je spremenjeno z navedbo členov po trenutno veljavni zakonodaji

¹² Zakaj je prišlo do poimenovanja posebnih vzajemnih skladov je podrobneje razloženo v petem poglavju

Dovoljenje za upravljanje vzajemnega sklada izda Agencija na zahtevo družbe za upravljanje. Zahteva mora vsebovati podatke in listine, določene v 37. členu ZISDU-1, 2002. V postopku odločanja o izdaji dovoljenja Agencija uporablja določbo 369 do 375 člena ZTVP-1, 1999 in posebne določbe, ki jih vsebuje Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002. Agencija ga izda, če ugotovi, da DZU izpolnjuje pogoje, ki se nanašajo na osnovni kapital in delnice, če so določbe pravil upravljanja v skladu z določbami ZISDU-1, 2002, če sta pogodbi z depozitarjem in banko v skladu z določbami ZISDU-1, 2002, in če je prospekt o javni ponudbi investicijskih kuponov v skladu z določbami ZISDU-1, 2002 (Strojan, 2002, str. 107).

DZU ne sme pričeti z vpisovanjem in vplačevanjem investicijskih kuponov, dokler ne pridobi dovoljenja Agencije za upravljanje tega vzajemnega sklada. Vpisovanje investicijskih kuponov poteka na podlagi javne ponudbe za katero mora biti pripravljen prospekt, ni pa potrebno dovoljenje Agencije (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 61).

4.3. UPRAVLJANJE VZAJEMNEGA SKLADA

Vzajemni sklad lahko upravlja le družba za upravljanje, ki je gospodarska družba, ustanovljena izključno za upravljanje investicijskih skladov. Izpolnjevati mora relativno stroge statusne, organizacijske, kadrovske in tehnične pogoje. DZU upravlja vzajemni sklad v svojem imenu in na račun imetnikov investicijskih kuponov. Opravlja tako rekoč vse posle za račun sklada, saj slednji tega ne more delati sam, ker ni pravna oseba. Druge pravne osebe sme DZU pooblastiti za opravljanje posameznih vrst poslov v zvezi z upravljanjem le, če gre za pooblastitev banke ali če gre za druge posle, ki jih na podlagi zakona ne sme opravljati DZU sama. Njena glavna naloga je spremljanje poslovnih podatkov o izdajateljih vrednostnih papirjev in skrb, da bodo naložbe vzajemnega sklada ustrezale načelom omejitve in razpršitve tveganj.

ZISDU-1, 2002 določa, da je DZU, imetnikom investicijskih kuponov odgovorna za škodo, če ne poskrbi za ustrezno naložbeno politiko po načelu omejitve in razpršitve tveganja, če proda vrednostne papirje sklada osebi, za katero je vedela ali bi morala vedeti, da je plačilno nesposobna, in če pri izbiri pravnih oseb, ki jih pooblasti za opravljanje posameznih poslov upravljanja, ne ravna z ustrezno strokovno skrbnostjo, torej s skrbnostjo dobre družbe za upravljanje. Kolikor pri upravljanju finančnega premoženja vzajemnega sklada huje krši pravila svoje profesionalne skrbnosti, ji lahko Agencija odvzame dovoljenje za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov (Strojan, 2002, str. 109).

Družba za upravljanje lahko s pogodbo prenese upravljanje vzajemnega sklada na drugo DZU (139. člen ZISDU-1, 2002). Pred tem pa mora prevzemna DZU še pridobiti dovoljenje Agencije za prevzem upravljanja (140. člen ZISDU-1, 2002). Pravila upravljanja vzajemnega sklada urejajo vsebino pravnih razmerij med družbo za upravljanje, ki upravlja vzajemni sklad, in imetniki investicijskih kuponov vzajemnega sklada (prvi odstavek 119. člena ZISDU-1, 2002). Pravno razmerje tako obstoji neposredno med imetniki investicijskih kuponov na eni strani in DZU na drugi. Vsebina tega pravnega razmerja je urejena s pravili upravljanja vzajemnega sklada.

Zaradi varstva investorjev zakon ureja bistvena vprašanja pravnega razmerja med investitorji in DZU. Te določbe imajo naravo prisilnega predpisa, zato jih s pravili upravljanja ni mogoče izključiti. Najpomembnejši sta določbi, ki omejujeta izplačilo provizije in povrnitev stroškov iz sredstev vzajemnega sklada ter določba, ki ureja razdelitev dobička.

Družba za upravljanje je dolžna čisti dobiček razdeliti imetnikom investicijskih kuponov najmanj enkrat letno, če pravila upravljanja ne določajo krajših obdobj. Čisti dobiček je DZU dolžna izplačati imetnikom investicijskih kuponov v denarju, razen če pravila upravljanja ne določajo, da se čisti dobiček reinvestira. V tem primeru je DZU dolžna izdati imetnikom Investicijskih kuponov nove investicijske kupone, ki se glasijo na enako število enot vzajemnega sklada kot znaša reinvestirani dobiček, ki pripada posameznemu imetniku investicijskega kupona (Pravila upravljanja vzajemnega sklada Galileo - neuradni dokument, 2003).

4.4. STROŠKI UPRAVLJANJA VZAJEMNEGA SKLADA

Za svoje storitve družba za upravljanje lahko uveljavlja različne vrste provizij. To so provizije od vplačil investicijskih kuponov, provizije od izplačil investicijskih kuponov in provizije za upravljanje vzajemnega sklada (Strojan, 2002, str. 111). DZU ima pravico do povrnitve vstopnih in izstopnih stroškov v višini, določenih v pravilih upravljanja vzajemnega sklada. ZISDU-1, 2002 postavlja omejitev glede višine provizije, in sicer tako, da provizija od vplačila in od izplačila posameznega investicijskega kupona skupaj ne sme presegati treh odstotke vrednosti investicijskega kupona (122. člen ZISDU-1, 2002).

Letna provizija za upravljanje vzajemnega sklada ne sme presegati dveh odstotkov povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega sklada in se izplačuje iz sredstev sklada (123. člen ZISDU-1, 2002). Poleg letne provizije iz sredstev vzajemnega sklada ni mogoče opraviti nobenih drugih izplačil iz naslova stroškov v zvezi z upravljanjem sklada razen tistih, ki jih ZISDU-1, 2002 v drugem odstavku 124. člena izrecno našteva. To so stroški, ki družbi za upravljanje nastanejo v zvezi z opravljanjem storitev upravljanja

vzajemnega sklada. Vrste, višine in načini izračunavanja posameznih provizij, ki gredo družbi za upravljanje, morajo biti določeni v pravilih upravljanja vzajemnega sklada.

4.5. ČLANSTVO V VZAJEMNEM SKLADU

Član vzajemnega sklada je lahko katerakoli fizična ali pravna oseba, ki kupi investicijski kupon vzajemnega sklada. Edina izjema je DZU, ki ji ZISDU-1, 2002 izrecno prepoveduje, da bi bila neposredni ali posredni imetnik investicijskih kuponov vzajemnega sklada, ki ga upravlja. Lastnik investicijskega kupona je hkrati tudi lastnik sorazmernega dela sklada. Investicijski kupon je vrednostni papir, ki se glasi na ime in se ne more prenašati na drugega (Strojan, 2002, str. 112).

Dobiček vzajemnega sklada deli družba za upravljanje imetnikom investicijskih kuponov v sorazmerju s številom enot premoženja investicijskega sklada, če pravila vzajemnega sklada ne določajo drugače. V primeru likvidacije vzajemnega sklada DZU unovči vse njegove naložbe, si izplača provizijo, ki ji pripada, in povrne stroške likvidacije. Ostanek sredstev, ki nastane na opisan način, se razdeli imetnikom investicijskih kuponov v sorazmerju s številom investicijskih kuponov v obtoku (Strojan, 2002, str. 112).

Imetnik investicijskega kupona lahko od družbe za upravljanje kadarkoli pisno zahteva izplačilo vrednosti investicijskega kupona (133. člen ZISDU-1, 2002). To izplačilo mora opraviti v denarju in na način, določen s pravili vzajemnega sklada, vendar ne kasneje kot v petih delovnih dneh od prejema zahteve (134. člen ZISDU-1, 2002). Izplačila opravi po vrstnem redu prejetih zahtevkov. Z dnem izplačila vrednosti investicijskega kupona prenehajo pravice imetnika, ki izhajajo iz njega, poleg tega pa tudi preneha lastninska pravica na sorazmernem delu vzajemnega sklada (Strojan, 2002, str. 113).

4.6. NALOŽBE VZAJEMNEGA SKLADA

Naložbe vzajemnega sklada ureja ZISDU-1, 2002 tako, da za temeljno vodilo upravljavcu postavlja dolžnost, da pri nalaganju sredstev vzajemnega sklada upošteva omejitve in razpršitve tveganj. Upravljavec mora skrbeti za razpršenost naložb v skladu z določbami ZISDU-1, 2002, mora pa tudi spremljati poslovne podatke o izdajateljih vrednostnih papirjev in jih ustrezno upoštevati. V primeru, da ne ravna v skladu s to dolžnostjo, odgovarja imetnikom investicijskih kuponov za škodo, ki jo s takšnim ravnanjem povzroči. (Strojan, 2002, str. 114).

Osnovno pravilo je, da sme vzajemni sklad izbrana sredstva naložiti v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah, ali v vrednostne papirje, s katerimi se javno trguje na drugem

organiziranem in nadzorovanem trgu vrednostnih papirjev. Sredstva lahko naloži tudi v dolgoročne ali v kratkoročne vrednostne papirje in denarna sredstva, ter vrednostne papirje domačih in tujih izdajateljev.

Vzajemni sklad ne sme imeti svojih naložb v drugih investicijskih skladih, razen s soglasjem in pod pogoji, ki jih predpiše Agencija (71. člen ZISDU-1, 2002). Poleg tega ne sme imeti svojih naložb tudi v družbah za upravljanje, depozitarju, banki, borzno posredniških družbah, ki za družbo za upravljanje opravljajo posle v zvezi s trgovanjem z vrednostnimi papirji investicijskih skladov, pravnih osebah, ki so posredno ali neposredno lastniki več kot 10% delnic oziroma poslovnih deležev družbe za upravljanje, ki upravlja investicijski sklad (Strojan, 2002, str. 114).

4.7. DONOSNOST, VREDNOST ENOTE PREMOŽENJA

Družba za upravljanje je kot upravljavec vzajemnega sklada dolžna upravljati s finančnim premoženjem le-tega v skladu s skrbnostjo dobre DZU (138. člen ZISDU-1, 2002). Z vplačilom investicijskega kupona postane določena fizična ali pravna oseba lastnik sorazmernega dela vzajemnega sklada oziroma tistega števila enot premoženja vzajemnega sklada, na katero se investicijski kupon glasi (132. člen ZISDU-1, 2002).

Vrednost investicijskega kupona vzajemnega sklada se izračuna tako, da se pomnoži vrednost enote premoženja vzajemnega sklada, na katere se investicijski kupon glasi (prvi odstavek 129. člena ZISDU-1, 2002). Vrednost enote premoženja na določen dan pa se izračuna tako, da se čista vrednost sredstev vzajemnega sklada na ta dan, deli s številom enot premoženja, ki so ta dan v obtoku¹³ (Strojan, 2002, str. 117).

Družba za upravljanje vodi investicijske račune imetnikov, na katerih se vodi stanje investicijskih kuponov posameznega imetnika. Investicijski kuponi imetnikov so evidenčno hranjeni pri upravitelju. Vlagatelj ob vsakem vplačilu oziroma izplačilu prejme obračun vplačila oziroma izplačila, ki se glasi na število vplačanih oziroma izplačanih točk ter novo stanje točk na investicijskem računu in je hkrati potrdilo o hrambi investicijskih kuponov, vpisanih na investicijskem računu pri upravitelju.

Vloge v sklad in prejem zahtevkov za izplačilo točk sklada se opravljajo na posebej označenih pooblaščenih vpisnih mestih. Vplačila in izplačila se opravljajo preko banke, pooblaščene za upravljanje plačilnega prometa. Na osnovi vplačila izda upravitelj investicijski kupon tako da ga vpiše na investicijski račun vlagatelja in izda vlagatelju

¹³ Formula in pomen oznak: $VEP = \text{ČVS} / n$; (VEP-vrednost enote premoženja; ČVS-čista vrednost sredstev vzajemnega sklada; n-število enot premoženja v obtoku na dan ugotavljanja vrednosti)

obračun vplačila, ki glasi na število vplačanih točk ter vsebuje novo stanje na investicijskem računu (Pravila upravljanja vzajemnega sklada Galileo - neuradni dokument, 2003).

Ko investitor vplača določen znesek, se ta preračuna v ustrezno število enot premoženja, glede na vrednost enote premoženja na ta dan (132. člen ZISDU-1, 2002). V primeru, ko investitor želi enote premoženja prodati, se število enot premoženja, ki jih prodaja skladu nazaj, pomnoži z vrednostjo enote premoženja na dan prodaje (134. člen ZISDU-1, 2002). Pri vzajemnih skladih se vrednost enote premoženja spreminja glede na vrednost premoženja sklada in število enot premoženja, ki so v obtoku. Upravljavec je dolžan upravljati finančno premoženje sklada v skladu s skrbnostjo dobre DZU, vendar pa ni dolžan zagotavljati (kot tudi investitor - član vzajemnega sklada ni upravičen zahtevati) kakšnega določenega donosa. Torej investitor v celoti prevzema nase naložbeno tveganje, upravljavec pa ne jamči za donos vzajemnega sklada (Strojan, 2002, str. 118).

4.8. NADZOR NAD POSLOVANJEM VZAJEMNEGA SKLADA

Državna institucija, ki izvaja nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov in družb za upravljanje, se kot sem omenila že v drugem poglavju, imenuje Agencija za trg vrednostnih papirjev. Obvezne so tudi letne revizije vzajemnih skladov in DZU s strani neodvisnih revizijskih družb. Njihova poročila mora družba za upravljanje dati na voljo vsem vlagateljem.

Premoženje vzajemnega sklada je popolnoma ločeno od premoženja družbe za upravljanje (bančni računi, računi vrednostnih papirjev, materializirani vrednostni papirji), ki s skladom samo upravlja. V primeru, da pri opravljanju dejavnosti upravljanja skladov pride do nepravilnosti, se lahko družbi vzajemni sklad odvzame in prenese na novega upravljavca ali pa se sklad likvidira (unovči naložbe sklada) in izkupiček razdeli med vlagatelje (Strojan, 2002, str. 119).

Vsak vzajemni sklad ima tudi odbor investitorjev, ki je kontrolno telo, ki ga izvolijo sami vlagatelji, in bdi nad upravljanjem sklada s strani DZU (Lastnosti vzajemnega sklada, 2003). Nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov lahko delimo na licenciranje, nadzor poslovanja in izrekanje ukrepov nadzora. Licenciranje pomeni, na eni strani izdajanje dovoljenje subjektom, ki želijo opravljati dejavnost upravljanja investicijskih skladov, na drugi strani pa izdajanje dovoljenj za upravljanje konkretnih skladov.

Nadzor upravljanja nad družbo za upravljanje opravlja Agencija na podlagi določb ZISDU-1, 2002 in ZTVP-1, 1999 (193. člen ZISDU-1, 2002). Opravlja ga s spremljanjem,

zbiranjem in preverjanjem poročil in obvestil subjektov nadzora in drugih oseb, ki so Agencijo dolžne obveščati o posameznih dejstvih in okoliščinah (prva točka 194. člen ZISDU-1, 2002) in z opravljanjem pregledov poslovanja subjektov nadzora (druga točka 194. člena ZISDU-1, 2002). V postopku nadzora ima Agencija na razpolago ukrepe kot so: odreditev odprave kršitve, začasno prepoved opravljanja storitev upravljanja investicijskih skladov, začasna prepoved opravljanja storitev upravljanja finančnega premoženja, dobro poučenih investitorjev, javni opomin, pogojni odvzem dovoljenja in odvzem dovoljenja (200. člen ZISDU-1, 2002).

4.9. DAVČNI VIDIK VARČEVANJA V VZAJEMNEM SKLADU

Davčni vidik je določen v trenutnem Zakonu o dohodnini (Uradni list RS, št. 71/1993, Zdoh, 1993). Na podlagi vplačil v vzajemni sklad, član ne more pričakovati nikakršnih davčnih ugodnosti. Prihodki, ki jih ustvari z udeležbo na dobičku vzajemnega sklada in s prodajo investicijskih kuponov vzajemnega sklada, se fizični osebi všttevajo v osnovo za dohodnino. Izvzeti so le tisti investicijski kuponi, pri katerih so med njihovim nakupom in prodajo minila več kot tri leta.

Pravne osebe so na podlagi dobička, ustvarjenega s prodajo investicijskih kuponov oziroma udeležbo na dobičku vzajemnega sklada, dolžne plačati davek od dobička pravnih oseb (Strojan, 2002, str. 121), saj se le ta šteje med prihodke pravne osebe in je podvržen Zakonu o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/1993, ZDDPO, 1993).

5. RAZCVET VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

5.1. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI V LETU 2002 IN PRVEM ČETRTLETJU 2003

Nova industrija vzajemnih skladov se v Sloveniji šele razvija, vsekakor pa lahko leto 2002 opredelimo kot leto presežkov v vseh pogledih. Izjemni so namreč doseženi donosi in tudi obseg kapitala, ki so ga vzajemni skladi pridobili v upravljanje. Obseg premoženja v vzajemnih skladih se je v letu 2002 povečal iz 14,6 v letu 2001 na 55,4 milijarde tolarjev.

Ta »boom« so povzročili zlasti lanski donosi, ki so na letni ravni znašali tudi 50 ali 60 odstotkov. Sočasno pa vse več slovenskih državljanov spoznava prednosti te oblike dolgoročnega varčevanja (Toplak 2003, str. 8). V posamezne vzajemne sklade je pritekla zelo različna količina denarnih sredstev, dosegli pa so tudi različne a v glavnem zelo ugodne donose, odvisno od tega, v katere vrste naložb je posamezen sklad vlagal največ

denarnih sredstev.¹⁴ Po vrstah naložb je bilo največ, to je, kar 71,1 odstotka sredstev v domačih delnicah, le tem so s 17,3 odstotka sledile obveznice, depoziti v bankah pa so pomenili 4,1 odstotka sredstev. Donosi, ki so jih v zadnjem letu dosegali slovenski vzajemni skladi, so izjemni še celo v primerjavi z večino tujih delniških skladov. Predvsem donosnost ameriških skladov je bila v letu 2003 zelo nizka, ponekod celo negativna, kar je posledica obdobja ameriške recesije in terorističnih napadov ter slabo okrevanje ameriškega gospodarstva (Zorman, 2003, str. 20).

Prvo četrtletje v letu 2003 kljub sprejetju ZISDU-1, 2002 ni bistveno spremenilo razporeditve naložb vzajemnih skladov v Sloveniji. Trend pospešenega pritekanja denarja v vzajemne sklade se še nadaljuje, tako da je konec aprila 2003 skupna vrednost vzajemnih skladov že dosegla 62 milijard. Gotovine v portfeljih vzajemnih skladov je bilo konec aprila za milijardo in pol. Največ sredstev so imeli skladi v domačih delnicah, to je 61,6 odstotka sredstev, obveznice so pomenile četrtno naložb, naložbe v kratkoročne vrednostne papirje pa so znašale 4,3 odstotka, na depozite pa je odpadlo 2,3 odstotka sredstev. Povečal pa se je delež tujih vrednostnih papirjev v portfeljih vzajemnih skladov. Letošnji prirast tako znaša približno milijardo tolarjev, kar je ogromno, glede na to da so skladi imeli decembra 2002 le za pol milijarde tujih naložb (Kačič, 2003, str. 17).

Zaradi dobre likvidnosti slovenskega borznega trga so slovenski vzajemni skladi ena izmed bolj zanimivih naložb, saj svež denar, ki prihaja na borzo, povišuje tečaje delnic, kar posledično vpliva na donose vzajemnih skladov. Vlaganja v slovenske vzajemne sklade so zaenkrat v primerjavi s tujimi ugodnejša, saj so stroški nižji in donosnost višja.

Pričakuje se, da se bo število vlagateljev v vzajemne sklade v Sloveniji v prihodnjih letih še povečevalo (konec leta 2002 je število vlagateljev naraslo čez 33. 200), saj izgleda da je vedno večja seznanjenost prebivalstva z vzajemnimi skladi pripomogla k temu, da so se vlagatelji končno otresli povezovanja le teh z neprijetnimi pooblaščenimi investicijskimi družbami in z afero Dadas leta 1996. Vlagatelji se bodo po napovedih poznavalcev odločali predvsem za dolgoročno varčevanje z rednimi mesečnimi vplačili v vzajemne sklade. Takšnemu ugodnemu trendu bi naj botrovala tudi pričakovana spremenjena obdavčitev kapitalskega dobička s treh let na eno leto in obdavčitev obresti (Zorman, 2003, str. 20).

¹⁴ Najuspešnejši vzajemni sklad je bil Galileo, ki ga upravlja največji slovenski upravljavec vzajemnih skladov KD Investments. Sledili so mu vzajemni sklad Rastko (KD Investments), Probankin vzajemni sklad Alfa, KD Bond (KD Investments) in Ilirikina Modra Kombinacija.

5.2. RAZLOGI ZA RAZCVET VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

5.2.1 Lastnosti vzajemnih skladov

Varčevanje v vzajemnih skladih je v Sloveniji prisotno deset let, v svetu pa bistveno dalj časa. Primerno je za srednjeročno in dolgoročno varčevanje manjših in večjih zneskov in ga odlikujejo razne prednosti pred drugimi oblikami naložb denarja, kot so vezane vloge na bankah, rentno varčevanje, življenjsko zavarovanje in nakup nepremičnin (Lastnosti vzajemnega sklada, 2003).

5.2.1.1. Likvidnost vzajemnih skladov

Likvidnost je ena bistvenih prednosti vzajemnega sklada, pred npr. naložbami v vezane vloge, v življenjsko zavarovanje ali v nepremičnine. Denar v vzajemnem skladu ni vezan, zato vlagatelj lahko točke vzajemnega sklada kadarkoli prodajo in jih tako spremenijo v denar. Ni nobenih pogodb z določenimi roki vplačil in višino zneskov in torej nobenih pogodbenih kazni. DZU mora vlagatelju denar nakazati na njegov račun najkasneje v petih delovnih dneh od prejema pisnega zahtevka za izplačilo. Vlagatelji, ki so fizične osebe, morajo upoštevati tudi davek na kapitalski dobiček. Če so lastniki kupona vzajemnega sklada več kot tri leta, pa je doseženi dobiček popolnoma neobdavčen (Lastnosti vzajemnega sklada, 2003).

5.2.1.2. Varnost in donos vzajemnih skladov

Varnost in donos sta medsebojno odvisna. Večja kot je varnost, nižji je donos in obratno. Donosnost vzajemnega sklada je merilo uspešnosti varčevanja. Prvi element varnosti je razpršitev naložb. Sredstva vzajemnega sklada so naložena v različne naložbe, zato nihanje vrednosti posamezne naložbe vpliva na vrednost točke samo v tolikšni meri, kolikšen delež omenjena naložba predstavlja v portfelju vzajemnega sklada. Strokovno upravljanje vzajemnega sklada povečuje varnost varčevalčevega premoženja. DZU s svojimi analitiki in upravitelji skrbno preučuje in nato izbira naložbe vzajemnega sklada.

Zakonska ureditev nadzora nad poslovanjem vzajemnih skladov ugodno vpliva na razvoj vzajemnih skladov, še posebej zaradi nekaterih negativnih izkušenj v preteklosti. Nalaganje sredstev na različne kapitalske trge povečuje varnost vzajemnega sklada, ravno tako pa tudi razpršitev sredstev vzajemnega sklada v različne gospodarske panoge. Tako so bolj varni, a hkrati manj donosni tisti vzajemni skladi, ki investirajo svoja sredstva v vse gospodarske panoge in ne samo v posamezno gospodarsko panogo

Pretekli donosi vzajemnega sklada niso garancija za prihodnost, ker so odvisni od dejavnikov kot so: gospodarsko gibanje v prihodnosti, naložbene strukture vzajemnega sklada, dobe varčevanja, sposobnosti upravljavca in sreče pri izbiri vzajemnega sklada. Dolgoročni povprečni letni donosi vzajemnih skladov v svetu se gibljejo med 6 in 15 odstotki, kar jih uvršča po donosu ob bok nepremičninam in delnicam. Vzajemni skladi so ena najprimernejših naložb za dolgoročno varčevanje, saj imajo dolgoročno stabilen donos, so likvidni in imajo nizke stroške poslovanja. Zaradi varnosti in donosa pa je smiselno izbrati več različnih vzajemnih skladov (Lastnosti vzajemnega sklada, 2003).

5.2.1.3. Dostopnost vzajemnih skladov

Dostopnost vzajemnih skladov pomeni, da je varčevanje v vzajemnih skladih dostopno pravnim, fizičnim, ter mladoletnim osebam. Najmanjša vloga v slovenski vzajemni sklad je prodajna vrednost samo ene točke in se torej od sklada do sklada razlikuje. Pri tujih vzajemnih skladih je najmanjše možno vplačilo lahko posebej določeno. Pomembno je, da so vsi vlagatelji med seboj enakopravni. Njihov donos je neodvisen od višine vloge (za razliko od npr. vezanih vlog pri bankah, kjer večji zneski dosegajo boljše obresti), zato je vzajemni sklad posebej primeren za obročno vplačevanje relativno nizkih zneskov.

Pri slovenskih vzajemnih skladih ostane ves doseženi dobiček, ki ga DZU s sredstvi sklada ustvari, po odbitju upravljavske provizije, vlagateljem. Večino ostalih stroškov, kot so tiskovine, revidiranje s strani zunanjega revizorja in oglaševanje, mora po zakonu plačati DZU iz lastnih sredstev, ki so popolnoma ločena od sredstev vzajemnega sklada (Lastnosti vzajemnega sklada, 2003).

5.2.1.4. Prilagodljivost vplačevanja v vzajemne sklade

Prilagodljivost vplačevanja pomeni, da višino vplačila v vzajemni sklad določa vlagatelj sam. Pri tem ni omejitev, razen vplačila, ki ne sme biti manjše od prodajne vrednosti enote premoženja in tega, da ima posamezni vlagatelj v lasti lahko največ 5 odstotkov sklada.

Investicijski račun se odpre s pristopno izjavo k vzajemnemu skladu. Zatem se lahko v vzajemni sklad vlaga glede na željo ali možnost. Račun lahko po dvigih denarja iz sklada ostane prazen in se lahko nanj kasneje spet vplačuje. Pristop k skladu je brezplačen in ne pomeni nikakršne obveznosti za kakršnokoli takojšnje vplačilo.

Načini vplačevanja v vzajemni sklad so enkratna vloga in obročno vplačevanje (trajnik), največji delež varčevalcev pa se odloča za večkratno vplačevanje različnih zneskov. Vsa

vplačila in izplačila potekajo v tolarjih. Vplačila morajo biti nakazana na račun sklada in ni možno gotovinsko vplačilo. Enako velja za izplačila, družba za upravljanje jih nakaže na bančni račun vlagatelja (Lastnosti vzajemnega sklada, 2003).

5.2.1.5. Preglednost vzajemnih skladov

Preglednost pomeni, da ima varčevalec vsakodnevno možnost preverjanja vrednosti točk vzajemnih skladov, saj so dnevno objavljene v tečajnici, ki jo najdemo v dnevnem časopisju z veliko naklado (Delo, Dnevnik, Večer, Finance) in na spletnih straneh. Sporočila o vrednosti točk lahko pri nekaterih družbah za upravljanje prejemamo tudi po elektronski pošti ali v obliki SMS sporočila.

Varčevalec lahko ugotovi koliko je vredno njegovo premoženje tako, da število točk, ki jih ima v posameznem vzajemnem skladu pomnožimo z vrednostjo točke vzajemnega sklada (VEP), v katerega je naložil svoja sredstva. Vlagatelj mora biti na sedežu upravljavca v vsakem trenutku na voljo ažurni prospekt in veljavna pravila upravljanja vzajemnega sklada z raznovrstnimi podatki. Na voljo imajo tudi zadnje revidirano letno poročilo in zadnje (nerevidirano) polletno poročilo, z navedeno strukturo premoženja in finančnimi izkazi. Iz teh dokumentov so natančno razvidni podatki o vseh provizijah in o stroških, ki lahko po zakonu bremenijo sredstva vlagateljev. Ostale stroške pokriva družba za upravljanje iz lastnih sredstev, ne pa iz denarja varčevalcev.

Vlagatelji lahko petnajstega v mesecu pri DZU dobijo tako imenovane ISM obrazce, iz katerih so razvidne naložbene strukture vzajemnih skladov za pretekli mesec. Tako jim je omogočeno spremljanje, kam upravljavec nalaga njihova sredstva, v pomoč pa jim je tudi, ko načrtujejo svoje »osebne finance«, saj take preglednosti banke, zavarovalnice ali naložbe v nepremičnine ne omogočajo (Lastnosti vzajemnega sklada, 2003).

5.2.1.6. Stroški vlaganja v vzajemne sklade

Stroški vlaganja so nižji kot pri nekaterih tujih vzajemnih skladih. Pristop k skladu je pri slovenskih skladih brezplačen, ravno tako ni nobenih stroškov »vodenja računa«. Pri varčevanju v vzajemnih skladih obstajajo vstopna, izstopna in upravljavska provizija. Vstopna in izstopna provizija sta izraženi v odstotku od zneska vplačila oziroma izplačila. Vsota vstopne in izstopne provizije ne sme presegati treh odstotkov na vsak vplačani oziroma izplačani znesek. Vstopna provizija je vezana na vrednost točke ob vstopu (vplačilu), izstopna provizija pa na vrednost točke na dan izstopa oziroma prodaje točk.

DZU si lahko izplača največ dva odstotka upravljaljske provizije od povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega sklada, ki ga ima v upravljanju. Upravljaljska provizija je že vsebovana v vsakodnevno objavljeni vrednosti točke vzajemnega sklada. Vse višine provizij so vnaprej znane in javno dostopne v prospektu in pravilih upravljanja vzajemnega sklada. Pri tem se razlikuje od klasičnega življenjskega zavarovanja, kjer ti stroški strankam niso znani.

Po odbitju upravljaljske provizije so vlagatelji deležni celotnega preostalega dobička, doseženega s trgovanjem z vrednostnimi papirji. Individualno upravljanje portfelja pri borzni hiši, bi vlagatelja najverjetneje stalo še dodaten delež doseženega dobička, ki bi si ga vzela borzna hiša. Drugih stroškov vlagatelj nima, če zanemarimo malenkostne stroške nakazil na banki (položnica ali trajnik), katerih višina je odvisna od konkretne banke in načina nakazovanja, v splošnem pa velja da so nakazila preko telefonskega ali internetnega bančništva cenejše kot na bančnem okencu (Lastnosti vzajemnega sklada, 2003). Dobiček fizičnih oseb, ki je nastal s prodajo točk vzajemnega sklada prej kot tri leta po njihovem nakupu, je obdavčen. Če pa je med nakupom točk in prodajo točk minilo več kot tri leta, je tak dobiček popolnoma neobdavčen.

5.2.1.7. Zasebnost in varovanje podatkov

Ena od manj prijetnih lastnosti investiranja v delnice v Sloveniji je, da lahko pri Centralni klirinško depotni družbi (KDD) vsakdo kupi delniško knjigo podjetja, iz katere je razvidno, kdo in koliko ima v lasti delnic določenega podjetja. Marsikateri lastnik delnic smatra to kot veliko slabost trenutne slovenske ureditve. Zasebnost in varovanje podatkov pri vlaganju v vzajemni sklad pa je zagotovljena. Investicijski kuponi za razliko od delnic niso vodeni pri KDD in se torej seznama imetnikov ne da kupiti. Družbe za upravljanje, ki vodijo evidenco imetnikov investicijskih kuponov, te informacije skrbno varujejo, in jih posredujejo samo na izrecno zahtevo tistih pooblaščenih uradnih organov, ki imajo za to zakonsko podlago (odredba sodišča itd.). Osebnosti podatki so varovani v skladu z veljavno zakonodajo, poleg tega pa ne obstaja centralno mesto, kjer bi bili zbrani vsi podatki vseh DZU. Za vzajemne sklade torej velja enako stroga ureditev kot za banke (bančna tajnost).

5.2.2 Ugodnejše varčevanje v vzajemnih skladih kot v borznih hišah

Postopno nižanje obrestnih mer in odprava temeljne obrestne mere, bančnim varčevalcem povzročata nemalo skrbi, saj so prisiljeni razmišljati o učinkovitejšem vlaganju težko privarčevanega kapitala. Naložba v vzajemni sklad ne prinaša fiksnega donosa, zato je temu tudi ustrezna stopnja tveganja. Glede na razpršenost naložb, ki jih imajo vzajemni skladi, je tveganost takšne naložbe manjša, kot če se varčevalec odloči za naložbo

prihrankov samo v delnice treh ali štirih podjetij. Premoženje vzajemnega sklada je pravzaprav združeno premoženje vlagateljev, razdeljeno na enake osnovne dele (točke vzajemnega sklada), ki jih vlagatelj kadarkoli kupi ali proda in tako v sklad vstopa oziroma izstopa. S tem je izničena časovna obveza, s katero se pogosto srečujejo bančni varčevalci (Tomažin, 2002, str. 18).

Poleg davčne prednosti vzajemnih skladov v primerjavi z varčevanjem v borznih hišah, obstaja tudi prednost pri obveščanju. Enote premoženja vzajemnih skladov se namreč vsak dan objavljajo v dnevnikih časopisih, kar omogoča preprosto spremljanje. Osebno upravljanje premoženja pa ima prednost v tem, da borzne hiše obveščajo o vseh transakcijah, ki jih opravijo za vlagatelje, medtem ko vzajemni skladi pogosto neradi kažejo opravljene transakcije.

Vlaganja v vzajemne sklade so cenejša, stroški pa so določeni z zakonodajo, zato v zadnjem obdobju postaja vse pomembnejša lastnost tudi stroškovna prednost vzajemnega sklada (Tomažin, 2002, str. 18). Ko se namreč vlagatelj odloči, da bo sam upravljal svoje premoženja, so stroški drugačni, ker ni vstopnih in izstopnih provizij, so pa pogoste določbe o delitvi dobička, ki so za vlagatelja dolgoročno izredno breme, posebej če upravljavci dosežejo višje donose. Poleg omenjene delitve dobička mora vlagatelj pogosto plačati posredniško provizijo za sklenjene posle, ki jih opravi upravljavec osebnega premoženja.

Vzajemni sklad je boljša rešitev pri višjih doseženih donosih, upoštevati pa je potrebno dejstvo, da oba finančna produkta zadovoljujeta posebne želje vlagateljev, kar onemogoča preproste primerjave. Vzajemni sklad je glede na to namenjen predvsem nezahtevnim vlagateljem z manj znanja o vrednostnih papirjih, medtem ko je osebno upravljanje namenjeno tistim, ki želijo imeti pri oplemenitvenju svojih prihrankov aktivnejšo vlogo.

5.2.3 Ugodnejše varčevanje v vzajemnih skladih kot v investicijskem skladu

Razlika med vzajemnimi skladi in investicijskimi družbami je pomembna, ko govorimo o prožnosti za vlagatelja, tako pri odločanju kot vlaganju. Z vidika varčevanja je za vlagatelja vzajemni sklad primernejši, kar kažejo tudi izkušnje v tujini.

Zaprth investicijskih družb v tujini skorajda ne poznajo, znane so le kot porfelji vlagateljev (le ti natančno poznajo svoje cilje - denimo bogate družine, ki imajo svojega upravljavca premoženja in praviloma niso namenjene širši javnosti, ker razpolagajo s fiksnim kapitalom, podobno kot navadne delniške družbe). Vzajemni sklad pa ima variabilni kapital, ki se spreminja glede na nova vplačila oziroma izplačila, s tem, ko

vlagatelj neposredno kupuje oziroma prodaja enote premoženja. Cena enote premoženja je znana in neposredno odvisna od vrednosti portfelja. Z delnicami investicijske družbe mora vlagatelj trgovati prek borze, cena pa je odvisna od povpraševanja in ponudbe na trgu (Bošnik, 2002, str. 17).

Dodatna pomanjkljivost investicijskih družb v Sloveniji je, da je trg z vidika ponudbe in povpraševanja razmeroma majhen. To razhajanje oziroma nelikvidnost povečuje razliko med tržno ceno in notranjo vrednostjo investicijske družbe, s tem pa prevzema vlagatelj dodatno tržno tveganje.

Vlagatelj v vzajemni sklad ima neposreden nadzor nad upravljavcem sklada. Tega sicer ne dosega z glasovanjem na skupščinah, kot velja za investicijske družbe, ima pa vedno možnost, da upravljavca za slabo upravljanje takoj "kaznuje" tako, da proda svoje enote. Zmanjševanje premoženja za upravljavca pomeni manjši obseg storitev, za katere prejema prihodke. Pri investicijski družbi tega učinka ni, ker se ob prodaji ne spremeni kapital, temveč le sestava vlagateljev. Poleg tega je zaradi velike razpršenosti delničarjev pri investicijski družbi vpliv na upravljanje razmeroma majhen.

6. SPREMEMBA ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE IN NJEGOVE POSLEDICE

6.1. NEKATERE OVIRE KI JIH JE PREDSTAVLJAL DOSEDANJI ZAKON

Naložbeno politiko je ZISDU/94 omejeval na različnih področjih. Po dosedanji zakonodaji se je lahko v Sloveniji vlagalo v tuje vzajemne sklade le prek pooblaščenega borznega člana (BPH), ki tudi opravi transakcijo oziroma nakup vrednostnega papirja sklada oziroma točke sklada. Če se je vlagatelj odločil za naložbo v tuje vzajemne sklade, je plačal višjo vstopno provizijo kot pri nas. Za tuje delniške vzajemne sklade znaša vstopna provizija med 4 in 6 odstotkov h katerim se prištejejo stroški posredovanja, sicer pa imajo tuji vzajemni skladi nekoliko nižjo upravljavsko provizijo in so po trenutni zakonodaji dobički za tujce neobdavčeni, kar pa se bo v bližnji prihodnosti spremenilo. Dostopnost naložbe v slovenske sklade je bila za manjše institucionalne vlagatelje preprostejša in dostopnejša, čeprav se vlagatelji odločajo predvsem na podlagi pretekle donosnosti vzajemnega sklada. Problem pri naložbah v tujino je ponavadi predstavljala višina sredstev, saj so bili tuji vzajemni skladi primerni le za večje zneske, ker so tako bili stroški posredovanja nižji.

Vstop tujcev v panogo upravljanja investicijskih skladov je bil v Sloveniji z ZISDU/94 prepovedan in tako omejeval konkurenco na področju vzajemnih skladov, kar je v končni fazi pomenilo tudi manj znanja in izkušenj. Slovenski upravljavci potrošnikom po drugi strani niso mogli ponuditi finančnih produktov, ki so drugod povsem običajni. Zakon namreč razvoja novih naložb vzajemnih skladov v različne nove finančne instrumente ni omogočal, zato se v Sloveniji niso mogli uveljaviti npr. skladi denarnega trga, ki jih nekatere druge tranzicijske države že poznajo. (Gregorič, 2002, str. 18).

6.2. POGLAVITNE SPREMEMBE PRAVNE UREDITVE VZAJEMNIH SKLADOV, KI JIH JE UVELJAVIL NOVI ZAKON

V letu 2002 so vzajemni skladi, predvsem zaradi rekordnih donosov, pridobili na popularnosti med slovenskimi varčevalci. Leto 2003 pa je vzajemne sklade zaznamovalo z obilico novostmi in spremembami, ki jih je prinesel novi zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Lubej, 2003a, str. 21).

6.2.1 Opredelitev vzajemnih skladov kot posebnih vzajemnih skladov

Prvo kar so morali upravljavci skladov spremeniti, ko je začel veljati ZISDU-1, 2002 je bilo poimenovanje vzajemnih skladov, ki se bodo do uskladitve z novo zakonodajo imenovali »posebni vzajemni skladi«. To je izzvalo kar precej nezadovoljstva pri upravljavcih, pri investitorjih pa povzročilo zmedo. Zakon je podal manj kot mesec dni časa za prilagoditev vseh objav in gradiv, in sicer so upravljavci morali od 22. 1. 2003 v dnevnikih objavah in od 1. 2. 2003 v vseh ostalih oblikah, uporabljati formulacijo »posebni vzajemni skladi«, ali to vsaj označiti na vidnem mestu. Zakonodajalec bi zadevo verjetno poenostavil, če bi podal primeren rok za prilagoditev po novi zakonodaji, pozneje pa bi se tisti skladi, ki se jim ne bi uspelo pravočasno prilagoditi, postali »posebni« do njihove uskladitve. Tako pa, po novem v Sloveniji obstaja 18 »posebnih vzajemnih skladov« in nobeden »vzajemni sklad«. Pričakujemo lahko, da bodo prvi, ki bodo zadostili zahtevam novega zakona, na novo nastajajoči vzajemni skladi, katerih prospekti in pravila upravljanja bodo prvič predložena v potrditev na Agencije.

Za vlagatelje se dejansko ni nič spremenilo. Vsebinsko beseda »posebni« ne označuje nobene spremembe. Javnosti sporoča le, da sklad še nima upoštevanih vseh novih zahtev ZISDU-1, 2002, oziroma, ko bo ta oznaka izpuščena, bo to signal vlagateljem in javnosti, da je vzajemni sklad z novimi zahtevami usklajen. Vlagatelji bodo o tem še posebej obveščeni, čeprav upravljavci menijo, da tega ni pričakovati kmalu (Lubej, 2003a, str. 21).

6.2.2 Pravni institut skrbniških storitev in Družba za upravljanje

Kot sem že navedla v tretjem poglavju, z vzajemnimi skladi in investicijskimi družbami upravlja družba za upravljanje. Na tem področju ZISDU-1, 2002 prinaša velike spremembe, ki se v enem delu nanašajo na samo DZU, še pomembnejše pa je, da se zaradi večje varnosti skladov izvrševanje poslov v zvezi s premoženjem in denarjem prenaša od DZU na skrbnika, ki mora biti ločena pravna oseba.

Zakon prenaša na skrbnika naslednje dejavnosti: hrambo in vodenje računov vrednostnih papirjev investicijskega sklada, vodenje denarnih računov investicijskih skladov, zagotavljanje izpolnitev obveznosti investicijskega sklada ter izračunavanja vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada. DZU tako v glavnem ostaja odločanje o premoženju sklada (upravljanje z njim), konkretne posle (npr. prodaje, nakupe, izplačila, vplačila ipd.) pa izvršuje skrbnik, ki mora tudi bdeti nad zakonitostjo teh poslov, ter v primeru njihove nezakonitosti ali neskladnosti s pravili sklada njihovo izvajanje tudi zavrniti.

Skrbnik je lahko banka ali druga finančna institucija, katere poslovanje uzakonja ZTVP-1, 1999 in katere glavna dejavnost so storitve v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji in uveljavljanjem pravic iz teh vrednostnih papirjev. Zakon uvaja nov institut skrbnika ne le za investicijske sklade, ampak tudi za kritno premoženje pokojninskih družb. Z namenom, da se prepreči morebitno nasprotje interesov, zakon določa tudi prepovedane posle in naložbe skrbnika (More, 2003a, str. 15). DZU mora za račun investicijskih skladov, ki jih upravlja, s skrbnikom skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev. Posamezen investicijski sklad ima lahko le enega skrbnika njegovega premoženja, ki je za opravljanje skrbniških storitev upravičen do provizije, ki pa mora biti izražena v odstotku od čiste vrednosti premoženja investicijskega sklada (peti odstavek 53. člena ZISDU-1, 2002). Ni še znano, kako bodo banke, ki že imajo svoje sklade, ponujale skrbniške storitve tudi drugim skladom. Nadzornik¹⁵ bo moral biti precej pazljiv, da ne bo diskriminacije, kjer bi banke skrbnice svojim skladom ponujale boljše pogoje. Borzni poznavalci opozarjajo, da novi skrbnik lahko poslovanje podraži, drugih sprememb pa ne pričakujejo (Pinterič, 2002, str. 48).

Razširitev instituta skrbnika za investicijske družbe, česar ne predpisuje niti evropska direktiva niti nobena evropska zakonodaja, se lahko razume tudi kot vladni ukrep, s katerim hoče vlada zagotoviti večjo transparentnost poslovanja teh finančnih družb in večjo varnost za investitorje. Hkrati pa želijo, v skladu s šestletnim obdobjem za

¹⁵ Agencija opravlja nadzor nad skrbnikom z namenom preverjanja, ali skrbnik spoštuje določbe tega zakona ter določbe drugih zakonov in predpisov, ki urejajo opravljanje skrbniških storitev za investicijske sklade, za vzajemne pokojninske sklade in kritni sklad pokojninske družbe (prvi odstavek 56. člena ZISDU-1, 2002).

preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade, tem družbam omogočiti privajanje na delovanje pod skrbniškim nadzorom že v prehodnem obdobju (Klapš, 2002a, str. 8).

Spremembe, ki jih ZISDU-1, 2002 prinaša družbam za upravljanje¹⁶, se nanašajo predvsem na najnižji znesek osnovnega kapitala družbe za upravljanje (ki je po novi ureditvi vezan na obseg premoženja, ki ga DZU upravlja) ter dvočlansko namesto sedanje enočlanske uprave¹⁷. Zakon dopušča DZU tudi možnost upravljanja individualnega premoženja dobro poučenih investitorjev, kot tudi možnost prenosa posameznih storitev upravljanja investicijskih skladov na druge pooblašcene osebe (More, 2003a, str. 15).

Če skupna vrednost vsega premoženja v upravljanju, ki ga družba za upravljanje upravlja za račun investicijskih skladov in dobro poučenih vlagateljev, presega 55 milijard tolarjev, mora družba za upravljanje najnižji znesek osnovnega kapitala iz prvega odstavka tega člena povečati najmanj v višini, ki je enaka 0,02 odstotka vrednosti razlike med celotnim premoženjem v upravljanju in zneskom 55 milijard tolarjev (tretji odstavek 17. člena ZISDU-1, 2002).

Zakon na nek način pomeni tudi nevarnost domačim upravljavcem investicijskih skladov, saj pomeni konkurenco s skladi, ki delujejo v Evropski uniji. Konkurenca bo v Sloveniji v prihodnje večja tako pri ustanavljanju kot pri upravljanju vzajemnih skladov.

6.2.3 Odprava omejitev glede prostega pretoka kapitala

Pomembna novost, ki jo prinaša zakon, je tudi odprava omejitev za prost pretok kapitala na tem področju. Zakon odpravlja omejitve, ki jih je postavljal prejšnja zakonodaja, glede ustanavljanja DZU s strani nerezidentov in glede njihove udeležbe v domačih DZU (dosedanja zakonodaja je postavljal omejitev na 20 odstotkov). Po drugi strani pa zakon tudi odpravlja omejitve glede naložb investicijskih skladov v tuje vrednostne papirje (doslej so ti lahko vlagali le 10 odstotkov svojega premoženja v tuje vrednostne papirje, po novem pa pri tem omejitev ni več).

Ko bo Slovenija 1. maja 2004 postala polnopravna članica EU bodo družbe za upravljanje iz držav članic lahko tudi neposredno tržile kupone vzajemnih skladov na ozemlju RS ali prodajale delnice investicijskih družb. Do vstopa v EU pa bo to mogoče le v primeru, da

¹⁶ ZISDU-1, 2002 med drugim družbam za upravljanje predpisuje nekoliko drugačna korporacijska določila kot zakon o gospodarskih družbah (najnižji znesek osnovnega kapitala, nadzor in odgovornost članov uprav, določa dodaten nadzor nad kvalificiranimi deleži, določa dodatna pravila o obvladovanju tveganj, poslovnih poročilih in poslovnih knjigah, revidiranju in stečaju družbe za upravljanje).

¹⁷ Uprava DZU mora imeti najmanj dva člana, ki DZU skupaj zastopata in predstavljata v pravnem prometu (prvi odstavek 22. člena ZISDU-1, 2002).

bodo DZU držav članic pri nas ustanovile svojo podružnico, za kar pa potrebujejo dovoljenje Agencije (More, 2003a, str. 15). Nadzor nad podružnico DZU v državi članici opravlja Agencija, ki pa lahko tudi zaprosi pristojni nadzorni organ države članice, v kateri DZU opravlja storitve upravljanja skladov, da opravi pregled poslovanja podružnice DZU v tej državi članici, če bi to pomenilo, da bo s tem postopek nadzora pospešen, poenostavljen, učinkovitejši in s tem cenejši (44. člena ZISDU-1, 2002).

6.2.4 Večji poudarek zaščiti vlagateljev

V primerjavi z dosedanjim zakonom je dan tudi večji poudarek zaščiti potrošnikov, ki so v tem primeru investitorji v investicijske sklade. Zaradi večje preglednosti poslovanja investicijskih skladov in obveščenosti investitorjev ter širše javnosti, so tako dopolnjene zakonske določbe v zvezi z vsebino in razpoložljivostjo prospekta¹⁸ ter polletnega in letnega poročila o poslovanju investicijskega sklada, na novo pa je uveden tudi izvleček prospekta. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002 postavlja tudi osnovne pogoje promocije pri trženju investicijskih kuponov in delnic investicijskih skladov (More, 2003, str. 13).

ZISDU-1, 2002 uvaja obveznost za DZU, da vzpostavijo mehanizme izvensodnega reševanja sporov, kar bo prineslo dodatno zaščito vlagateljev. Takšne učinkovite sheme reševanja sporov mora DZU vzpostaviti med ponudniki storitev upravljanja investicijskih skladov in premoženja dobro poučenih investitorjev na eni strani, ter vlagatelji v investicijske sklade, ki jih upravlja, oziroma, s katerimi je sklenila pogodbo o upravljanju finančnega premoženja, na drugi strani (prvi odstavek 226. člena ZISDU-1, 2002).

6.2.5 Večja fleksibilnost zakona glede naložbene politike investicijskih skladov

Glede na naložbeno politiko investicijskih skladov zakon ponuja več fleksibilnosti kot do sedaj. Dopuščajo se nove oblike investicijskih skladov: skladi skladov (skladi, ki investirajo v druge sklade), indeksni skladi investirajo v vrednostne papirje, ki sestavljajo določen borzni indeks), skladi denarnega trga in namenski investicijski sklad¹⁹. Ne glede na različno naložbeno pojavnost sklada pa mora, kot že rečeno, tak sklad v pravni obliki

¹⁸ Prospekt je najpomembnejši dokument sklada z obiljem opisnih in številčnih podatkov o samem skladu, pravnih okvirih, preteklem poslovanju, družbi za upravljanje, stroških, itd. (Kodrič, 2003a, str. 19).

¹⁹ Namenski investicijski sklad, ki namerava opredeliti namen osredotočenja oziroma specializacije v naložbe določene gospodarske dejavnosti, panoge oziroma geografskega področja ipd., šele po ustanovitvi oziroma oblikovanju, mora pridobiti soglasje Agencije. Za izdajo soglasja se smiselno uporabljajo določbe, ki veljajo za izdajo dovoljenja za oblikovanje oziroma upravljanje investicijskega sklada (četrti odstavek 75. člena ZISDU-1, 2002).

vedno slediti eni od dovoljenih pravnih oblik: vzajemni sklad ali investicijska družba (More, 2003, str. 13). V 11. členu novega ZISDU-1, 2002 je dodana tudi zahteva, da mora ime investicijskega sklada vsebovati označbo osnovnega cilja investicijske politike oziroma, z drugimi besedami, kam bo sklad nalagal sredstva.

Močna liberalizacija, tako sestave naložb sedanjih skladov, kot tudi za Slovenijo povsem nove oblike vzajemnih skladov, bo nedvomno pripeljala do širše ponudbe in s tem tudi do večjega odziva vlagateljev. Najverjetneje je, da se bo v prihodnosti, pri kateri od družb za upravljanje pojavil indeksni sklad ali sklad denarnega trga, vendarle pa obstaja bojazen, da se upravljavci ne bodo dovolj zgodaj prilagodili novim možnostim, ki jih ponuja zakon in si tako posledično ustvarili resne težave pri zbiranju sredstev. Tuja konkurenca ima na tem področju dolgoletne izkušnje in za naše razmere velikanske finančne sposobnosti, zato bi bilo za DZU ključnega pomena, da se čimprej približajo konkurenčnemu ponudniku (Bošnik, 2002, str. 18).

Dodatno poimenovanje skladov je kot prvi uspelo Abančni DZU: Polžek je odslej uradno posebni uravnoveženi vzajemni sklad, Zajček posebni delniški vzajemni sklad, Sova pa posebni obvezniški vzajemni sklad. Ta zakonska določba bo predvsem vlagateljem začetnikom poenostavila razlikovanje med skladi. Obenem pa bodo primerjave znotraj posameznih kategorij skladov bolj smiselne kot doslej (Kodrič, 2003, str. 21).

Na tem področju je doslej veljala precejšnja zmeda, saj so bili nekateri prospekti in pravila upravljanja napisana tako, da tega področja niso jasno opredeljevala. To se je odražalo v zmedu pri investitorjih, in tudi pri nekaterih svetovalcih in svetovalnih servisih, ki so skušali sklade razvrstiti v skupine, kar do sedaj ni bilo mogoče dosledno in relevantno izvesti (Lubej, 2003, str. 17).

6.2.6 Ostale spremembe

Z novim zakonom je prišlo do spremembe tudi na področju investicijskega kupona, ki sedaj velja za prenosljivi vrednostni papir (četrty odstavek 126. člen ZISDU-1, 2002). Tuji ponudniki investicijskih skladov, po novem zakonu lahko pri nas prodajajo kupone svojih skladov, ne da bi ustanovili podjetje, pri čemer je dovolj že, da je njihov sedež v eni od držav Evropske unije. Kupone lahko pri nas neomejeno prodajajo, kar pa bo na daljši rok najverjetneje zelo povečalo konkurenco in tako poslabšalo položaj domačim vzajemnim skladom (Pinterič, 2002, str. 48).

ZISDU-1, 2002 predpisuje prenos nekaterih storitev upravljanja investicijskih skladov z DZU na druge osebe, oblike trženja delnic investicijskega sklada in trgovanje na borzi in upravljanje premoženja dobro poučenih vlagateljev s strani DZU (Klapš, 2002, str. 8).

Zakon na področju vzajemnih pokojninskih skladov ureja tudi nadzor nad upravljavci teh skladov, skrbniške storitve za vzajemne pokojninske sklade in revidiranje poslovanja teh skladov (Poročevalec državnega zbora RS, 2002).

6.2.7 Določbe zakona glede preoblikovanja pooblaščenih investicijskih skladov

Kot sem navedla že v tretjem poglavju preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb ni predmet ZISDU-1, 2002. Zakon namreč določa, da se do sprejema posebnega zakona preoblikovanje in poslovanje PID odvija po starem zakonu (ZISDU, 1994) in po Zakonu o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb, ki omogoča preoblikovanje PID v investicijsko družbo ali redno delniško družbo.

Novi zakon prinaša pri tem le eno pomembno novost, in sicer dodaja tudi možnost preoblikovanja PID v vzajemni sklad, česar prejšnja zakonodaja ni dovoljevala, čeprav je to z vidika delničarjev najbolj ugodna in zaželena oblika. Preoblikovanje v vzajemni sklad zakon omogoča tudi investicijskim družbam, pri čemer pa lahko le-te zaradi likvidnosti in zaradi drugačne, zahtevnejše strukture naložb, ki jo morajo izpolnjevati vzajemni skladi, v prvih dveh letih po preoblikovanju zaračunajo višjo izstopno provizijo (do 20 odstotkov v prvem in do 10 odstotkov v drugem letu).

Pooblaščene investicijske družbe se bodo torej najkasneje do konca leta 2003 morale preoblikovati v eno od teh oblik, s tem, da se bodo morale investicijske družbe v naslednjem koraku preoblikovati v vzajemne sklade. Zakon namreč izhaja iz tega, da nudi vzajemni sklad najvišjo možno zaščito za investitorja. Vendar pa zakon dovoljuje precej dolg rok, v katerem mora priti do tovrstnega preoblikovanja (4+4 leta), razen če se sami delničarji s tričetrtinsko večino ne bi odločili drugače (More, 2003a, str. 16).

6.2.8 Roki za uskladitev

V prehodnih določbah zakon določa roke in postopek uskladitve že obstoječih investicijskih družb in vzajemnih skladov, kot tudi investicijskih družb in vzajemnih skladov ter rednih delniških družb, ki bodo šele nastali s preoblikovanjem pooblaščenih investicijskih družb, z določbami tega zakona.

Vzajemni skladi se bodo morali v celoti uskladiti z zakonom v dveh letih po uveljavitvi zakona (do začetka leta 2005). Investicijska družba se mora prav tako uskladiti v tem roku, za uskladitev naložb pa ji zakon dopušča daljše, štiri letno obdobje. Vzajemni skladi in

DZU, ki bodo do konca leta nastali s preoblikovanjem iz PID, bodo imeli enako obdobje za uskladitev, vendar s to razliko, da jim bodo roki začeli teči od dneva preoblikovanja dalje (More, 2003a, str.16).

6.3. EKONOMSKE POSLEDICE ZAKONSKIH SPREMEMB ZA SLOVENSKE VZAJEMNE SKLADE IN VARČEVALCE

6.3.1 Splošni vidik

Spremembe, ki jih za vzajemne sklade prinaša ZISDU-1, 2002 zadevajo vlagatelje v več točkah. Skladi si po naložbah ne bodo več tako podobni kot doslej, zato se jih bodo vlagatelji morali naučiti razlikovati. Stroški za vlagatelje se bodo povečali, in eden od glavnih dejavnikov pri izbiri sklada bo postal, tako kot v svetu, celotni strošek vlagatelja (total expense ratio). Prej ali slej se bodo pojavile nove oblike investicijskih skladov, manevrskega prostora za sposobne slovenske upravljavce pa bo bistveno več.

Vsaj teoretično bo končno dopuščeno trženje tujih vzajemnih skladov, če se bodo ponudniki, kljub majhnemu trgu, odločili ustanavljati podružnice. Po drugi strani pa obstaja nevarnost, da bo dodatna količina administrativnih opravil, ki je z novim ZISDU-1, 2002 potrebna za izvajanje zakonskih določil in zahtev Agencije (in posledično dodatni stroški), povzročila, da se bodo nekateri manjši upravljavci odločili izstopiti iz panoge. Takšna dejanja bi vplivala na zmanjšano konkurenčnost na tem področju.

6.3.2 Razvoj slovenskega finančnega trga

V desetih letih slovenski finančni trg kljub velikemu razvoju ni mogel doseči konkurenčnosti trgov držav Evropske unije. Razvoj poslovanja je bil otežen zaradi majhnosti trga in restriktivnosti predpisov.

ZISDU-1, 2002 bo prispeval k razvoju slovenskega finančnega trga, saj je bila z njim odpravljena omejitev glede prostega pretoka kapitala. Sedaj imajo slovenski vzajemni skladi možnost, da vse svoje naložbe investirajo na tuje trge, tuji vzajemni skladi pa bodo na našem trgu lahko nastopali s prodajo bonov, ne da bi morali v Sloveniji ustanoviti podružnice ali družbe za upravljanje. Glede na to obstaja bojazen glede popolne odprtosti slovenskega trga, saj bo tujim skladom težko konkurirati, še predvsem, ker upravljajo z »boljšim« premoženjem kot slovenski.

6.3.3 Povečana konkurenca tujih vzajemnih skladov v Sloveniji

Pričakujemo lahko, da bodo v bližnji prihodnosti nekateri tuji upravljavci, med katerimi pa zaradi majhnosti slovenskega trga ne bo tistih največjih, preko svojih partnerjev pri nas začeli tržiti svoje sklade. Bolj kot ustanavljanje tujih vzajemnih skladov lahko pričakujemo prodajanje točk njihovih zdajšnjih skladov. ZISDU-1, 2002 pomeni veliko odprtje trga in veliko povečanje možnosti. Na trgu bo večja konkurenca, ki bo spodbudila večje povpraševanje, na našem trgu pa se bodo pojavile tudi drugačne oblike skladov, kot smo jih poznali do sedaj. Prodaja in trženje tujih vzajemnih skladov v Sloveniji, bo posredno vplivala na povečano ponudbo vrst skladov in finančnih produktov (Klapš, 2002a, str. 8).

Sicer je devizna zakonodaja prodajo tujih skladov že dopuščala, vendar le z navodilom pristojnega ministrstva. S sprejetjem novega zakona je to področje urejeno in nakupi točk tujih vzajemnih skladov Slovenceem dovoljeni. Najprej pa bodo pri nas nastopili tujci, ki so tu že navzoči, recimo lastniki bank. Pričakovati je torej prihod skladov Banka Avstria, Raiffeisen bank, Hypo-Alpe-Adria Bank, in SG, svojo prisotnost pa bosta gotovo okrepila NLB in Zavarovalnica Triglav preko svojih družb za upravljanje. Pričakujemo pa lahko tudi, da se bo kdo izmed Slovencev odločil za ustanovitev sklada v tujini (Smrekar, 2002, str. 5).

Domače vlagatelje bodo tuji skladi verjetno privabili tudi zaradi oblik, ki jih pri nas do nedavnega nismo poznali. To so denimo: skladi denarnega trga, krovni, indeksni, sektorski ali nepremičninski skladi, ki so v negotovih razmerah med vlagatelji ponavadi bolj priljubljeni kot delniški ki prevladujejo pri nas (Pinterič, 2003, str. 67).

Upravljalci domačih vzajemnih skladov poudarjajo, da točk tujih vzajemnih skladov ne bodo tržili, saj bi bilo to nesmiselno. Domači vlagatelji jim predvsem zaradi lanskoletnih visokih donosov zaupajo, zaradi česar so prilivi v domače sklade še vedno zavidljivo visoki. Glede na to, da je bil slovenski najuspešnejši vzajemni sklad Galileo na lestvici, ki so jo objavili v Wall Street Journal Europe, med primerljivimi vzajemnimi skladi v svetu po lanskoletnem donosu na prvem mestu, je zaupanje slovenskih varčevalcev razumljivo. Večina upravljavcev vzajemnih skladov v svetu je bila v lanskem letu zadovoljna, če je leto končala pozitivno, saj je bilo veliko tudi takih, ki so samo lani zabredli tudi v več kot 25-odstotno izgubo (Pinterič, 2003, str. 67).

Pri večini skladov so zaenkrat obdržali enako naložbeno politiko kot lani. Spremembe so povezane predvsem z novo zakonodajo, ki je prinesla spremembe pri obstoječih skladih, kot tudi pojav novih skladov. To pomeni, da bodo nekateri obstoječi skladi najprej povečali delež naložb v tujini, kot tudi, da bodo kupovali deleže drugih investicijskih skladov. Glede novih skladov, ki se bodo pojavili, pričakujemo predvsem dopolnitev

obstoječe ponudbe nekaterih DZU-jev, z usmeritvijo predvsem v tujino. S tem bodo ponudili slovenskim investitorjem samostojno izbiro, koliko bodo investirali v tujino in koliko doma (Zorman, 2003, str. 21).

6.3.4 Ugodnejša davčna politika pri vlaganju v tuje vzajemne sklade

Vlaganje v tuje vrednostne papirje bo za domače varčevalce verjetno zanimivo tudi zaradi ugodne davčne politike. Kapitalski dobički, ustvarjeni na tujih borzah, velikokrat namreč niso obdavčeni. Fizična oseba, ki trguje na tuji borzi, ne plača davka na dobiček v Sloveniji, lahko pa se zgodi, da ga mora plačati v tujini. To pa je odvisno od sporazuma o izogibanju dvojnemu obdavčenju. V tem sporazumu lahko piše, da se kapitalski dobički obdavčujejo le v državi, kjer ima vlagatelj stalno prebivališče. To pa bo med domače sklade, ki nimajo več tako velike možnosti za rast, kot prejšnja leta, verjetno dodatno vneslo nekaj negotovosti (Pinterič, 2003, str. 67).

6.3.5 Združevanje slovenskih vzajemnih skladov

Slovenski vzajemni skladi pričakujejo konkurenco, ki bodo povzročili prevzeme in združitve tudi na tem področju. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002 naj bi povzročil povečano ponudbo, okrepil konkurenco in razvoj ter sprožil internacionalizacijo poslovanja vzajemnih skladov.

Z omenjenimi spremembami se bo izboljšala in povečala ponudba vzajemnih skladov, saj se pričakuje agresivno ponujanje predvsem uveljavljenih tujih vzajemnih skladov in napoveduje krepitev konkurence. S sprostitvijo trga bo trg postal zelo konkurenčen. Domače družbe za upravljanje bodo zaradi relativne majhnosti v kapitalskem in kadrovskem smislu v podrejenem položaju. Takšno stanje pa bo pripeljalo do pospešene koncentracije znotraj panoge. Po drugi strani pa se bodo domače družbe za upravljanje prisiljene internacionalizirati, in sicer najprej v naložbenem smislu, kasneje pa tudi v povsem poslovnem, saj bo domači trg postal preveč omejevalen (Klapš, 2002b, str. 8).

Upravljalci vzajemnih skladov menijo, da je tovrstna domača finančna industrija že izgubila preveč časa, da bi se lahko enakopravno kosala s tujimi ponudniki vzajemnih skladov. Pesimisti se vprašujejo tudi, v kolikšni meri so slovenski vzajemni skladi sposobni razvoja in rasti v ostrih konkurenčnih pogojih, ki se bodo vzpostavili po odprtju trga. Zato naj bi bilo za celotni kapitalski trg zelo koristno tudi hitro odprtje čim večjega števila sedaj zaprtih skladov (Klapš, 2002a, str. 8).

6.3.6 Donosnost vzajemnih skladov

Prihodnost je v ekonomskem smislu nehvaležno napovedovati. Na splošno, bodo najbolj donosne tiste panoge, kjer bo največja rast prodaje in dobička ter v katerih so za združitve in prevzeme najbolj zanimiva podjetja. Med skladi bodo najbolj donosni tisti, ki bodo uspešno iskali in našli taka podjetja in vanje vložili sredstva svojih varčevalcev (Bošnik, 2002, str. 18).

Nekateri skladi se hvalijo s preteklimi donosi, vendar pa ti ne zagotavljajo donosov tudi v prihodnje. Ker se bodo slovenski vzajemni skladi bolj specializirali, je težko govoriti o donosih vseh skladov nasploh, temveč je potrebno obravnavati vsak vzajemni sklad posebej. Indeksni skladi, vezani na tuj ali domač indeks, bodo sledili gibanjem teh indeksov. Vzajemni skladi denarnega trga bodo zagotavljali donose, primerljive z donosi kratkoročnih finančnih instrumentov (depoziti, zakladne menice). Namenski vzajemni skladi, to so panožno, geografsko ali kako drugače usmerjeni skladi, pa bodo lahko imeli povsem drugačen donos v primerjavi z drugimi skladi in skladi, kakršni trenutno delujejo v Sloveniji.

Če govorimo o prihodnjih donosih sedanjih slovenskih vzajemnih skladov (ob predpostavki, da se njihova naložbena politika ne bo občutno spremenila), pa je pred nami vsaj še dve leti rasti (Bošnik, 2002, str. 18).

6.3.7 Ostale ekonomske posledice zakonskih sprememb

Legalizacija prodaje tujih vzajemnih skladov v Sloveniji bo nedvomno močno vplivala na trg vzajemnih skladov v prihodnje, saj bo prišlo do povečanja ponudbe različnih vrst skladov in finančnih produktov. Tuje sklade bodo najprej pričele tržiti domače banke v lasti tujcev (SKB, Banka Koper, morda tudi NLB) (Klapš, 2002b, str. 8).

Poudarila sem že, da poleg obvezniških, mešanih in delniških skladov v svetu poznane še drugačne oblike skladov, ki jih pri nas do nedavnega nismo poznali. Gre za sklade denarnega trga, krovne sklade, indeksne sklade, sektorske ali nepremičninske sklade, ki so v negotovih razmerah med vlagatelji ponavadi bolj priljubljeni kot delniški, ki prevladujejo pri nas. Te nove oblike vzajemnih skladov ZISDU-1, 2002 ureja, trajalo pa bo še precej časa, da se bodo pri nas razvili. Pri tem obstaja velika verjetnost, da bodo tuji vzajemni skladi v bližnji prihodnosti, tudi zaradi njih privlačnejši (Pinterič, 2003, str. 48).

Dolgoročno so možnosti za upravljanje vzajemnih skladov naših družb za upravljanje v Evropski uniji minimalne, kratkoročno pa gotovo ni možnosti zato, da bi katera izmed domačih DZU upravljala pomembnejša sredstva v EU.

Obračunsko obdobje se je podaljšalo na največ 15 dni, kar bo vplivalo na poenostavitev poslovanje družb za upravljanje (Klapš, 2002b, str. 8).

Med zanimivimi, a za vlagatelja manj ugodnimi spremembami, sta tudi sprostitev oblikovanja vstopnih in izstopnih stroškov, ter razširitev stroškov, ki jih lahko DZU-ji zaračunavajo neposredno skladom. ZISDU-1, 2002 je sprostil višine provizij, ki so bile prej navzgor omejene (Lubej, 2003b, str. 17). Družbe za upravljanje bodo zato imele v prihodnje mnogo bolj proste roke in pričakujemo lahko večjo raznolikost provizij. Nov zakon dopušča možnost plačevanja vstopnih provizij vnaprej in sicer v primeru, da se bo vlagatelj zavezal vplačevati v vzajemni sklad za določeno obdobje. Stroški vstopne provizije ne bodo smeli presežati 30% predvidenih sredstev, ki se jih je namenil vlagatelj vplačati v prvem letu. S takim načinom obračunavanja provizije pridobita DZU in vlagatelj. Upravitelj si zagotovi stranko za omenjeno obdobje in s tem upravljavsko provizijo, stranka pa nižji celotni znesek vstopne provizije, v kolikor se predvidenega varčevanja res drži.

Poleg omenjenih stroškov lahko družba za upravljanje sklad dodatno obremeni s stroški posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, s stroški plačilnega prometa, s stroški revidiranega poročila in obveščanja imetnikov kuponov ter nenazadnje s stroški skrbnika. pri tem je pomembno da bodo tudi takšni stroški prepuščeni tržni konkurenci. V interesu upravitelja je, da bodo stroški čim nižji, saj bodo vplivali na donosnost sklada. Pričakovati je da bodo stroški poleg vstopnih in izstopnih provizij znašali za vlagatelja v vzajemni sklad okrog dveh do treh odstotkov letnih sredstev v upravljanju (Bošnik, 2002, str. 18).

V bližnji prihodnosti je pričakovana močno širitev ponudbe in s tem še večji konkurenčni boj za zbiranje dodatnih sredstev varčevalcev. Dolgoročno se bo delež prihrankov v vzajemnih skladih v primerjavi z deležem prihrankov v bankah v Sloveniji približal deležu prihrankov, ki jih dosegajo drugje na zahodu. Vprašanje pa je, koliko teh sredstev bo zbranih v slovenskih vzajemnih skladih. Največje spremembe se pričakujejo torej s prihodom tuje konkurence (Bošnik, 2002, str. 18).

6.3.8 Vplačevanje slovenskih vlagateljev v tuje vzajemne sklade

Vzajemni skladi so bili lani ena najdonosnejših naložb pri nas. Večina vlagateljev denarja ni vlagala v tujino, ker so bili tečaji domačih podjetij dosti ugodnejši. Nekateri slovenski vlagatelji pa so se kljub visokim donosom domačih delnic že pred leti odločili denar vlagati v tuje vzajemne sklade. To se je dalo izpeljati preko nekaterih borzno posredniških hiš, ki so zastopale tuje sklade v Sloveniji (Pinterič, 2003, str. 67).

Z letom 2003 so razmere drugačne, tuji skladi pa postajajo vse bolj zanimivi in vse več malih investorjev se raje spogleduje s tujimi kapitalskimi trgi. Predvsem za te manjše vlagatelje je smiselno vlaganje v vzajemne sklade, saj so podatki o tujih podjetjih težje dostopni. Vprašanje, ki se tu pojavlja je, kako je možno kupiti točke tujega sklada. Določila ZISDU-1, 2002 domačim borzno posredniškim hišam, vse do vstopa v Evropsko unijo ne dovoljuje trgovanja s kuponi tujih vzajemnih skladov.

Na nekaterih borzno posredniških hišah poročajo, da se je lani za vlaganje v tuje vzajemne sklade odločilo precej vlagateljev. Ti so ob nizkih donosih naleteli še na eno težavo. Tisti namreč, ki so se odločili za mesečno varčevanje v tujih vzajemnih skladih, so do novega leta vsak mesec na račun katere od domačih borzno posredniških hiš, ki so tržile tuje vzajemne sklade, položili določena sredstva, ki so jih ti nakazali tujemu vzajemnemu skladu (Pinterič, 2003, str. 67). ZISDU-1, 2002 pa določa, da vlagatelji ne morejo vplačevati sredstev v tuje vzajemne sklade prek domačih borzno posredniških družb. V petem členu ZTVP-1, 1999 je zapisano, da lahko storitve upravljanja vzajemnih skladov opravlja družba za upravljanje s sedežem v Sloveniji, ki ima dovoljenje Agencije, podružnica tuje družbe za upravljanje, ki je prav tako dobila dovoljenje s strani Agencije, ali DZU države članice, ki v skladu s tem zakonom ustanovi podružnico na območju Republike Slovenije in je v skladu s tem zakonom pooblaščen neposredno opravljati storitve upravljanja investicijskih skladov v Sloveniji. Poleg tega je v 241. členu istega zakona, ki določa začetek uporabe posameznih določb zakona, zapisano, da določbe tretje točke četrtega odstavka 5. člena začnejo veljati z dnem pristopa Slovenije k Evropski uniji.

Prihaja do tega, da nekateri vlagatelji ne morejo varčevati v vzajemnih skladih prek domačih borzno posredniških hiš, ker te denarja ne morejo posredovati tujim skladom. Ti vlagatelji pa vendarle imajo možnost vlaganja v tuje vzajemne sklade na več načinov. Prvič lahko počakajo, da bodo tuji vzajemni skladi pri nas ustanovili podružnico. Druga možnost je, da neposredno kupijo točke vzajemnega sklada v tujini. Po novi zakonodaji bo to mogoče, saj lahko po novem državljani Republike Slovenije že neomejeno kupujejo in prodajajo vrednostne papirje in točke tujih vzajemnih skladov. Tretji način predstavlja možnost, da se prepustijo investicijskemu svetovalcu, ki jim pripravi ustrezno dokumentacijo. Še ena možnost pa je, da opravijo nakup preko tuje banke ali borzne hiše.

V primeru, da se vlagatelj odloči za nakup preko tuje banke ali borzne hiše, se poleg vstopne provizije za vlagatelje, ki jo obračunava večina skladov, pojavijo še dodatni stroški v obliki stroškov odpiranja računa, nakazila sredstev na račun upravitelja sklada, letnega vodenja računa in provizij pri zamenjavi in odprodaji skladov. Ko vlagatelju dokumentacijo pripravi investicijski svetovalec, ali ko sam vlagatelj nakaže sredstva na račun upravitelja sklada, plača morebitno vstopno provizijo in stroške nakazila, ki so v obeh primerih enaki. Višina vstopne provizije je navedena na prospektu in ne sme biti

višja, kot je tam zapisano. Upravitelj sklada vstopno provizijo zadrži v celoti, če smo pristopili k skladu sami ali jo delno odstopi svetovalcu. Če se vlagatelj odloči za svetovalca je to zanj velikokrat prednost. Svetovalec ima lažji dostop do upravitelja sklada, vlagatelju naj bi pomagal tudi pri reševanju morebitnih zapletov, v primerih zamenjave skladov, odpoklicu sredstev iz sklada, za kar pa naj ne bi zaračunal nadomestila. Svetovalec naj bi tudi potencialnemu investitorju obrazložil primernost njegove izbire z vidika sprejemanja tveganj in glede možnosti dosega finančnih ciljev (Jesenak, 2003, str. 19).

6.3.8.1. Prisotnost tujih vzajemnih skladov v Sloveniji

Tuji vzajemni skladi so skladi, ki jih upravljajo tuje DZU. Sedeži teh družb so lahko v različnih državah sveta od česar je tudi odvisno, kdo nadzoruje njihovo delovanje. Delimo jih na offshore in onshore sklade. Offshore skladi so ustanovljeni in registrirani v tako imenovanih davčno prijaznejših državah, kot so: Luxemburg, Irska, Kajmanski otoki in Kanalski otoki, ter so namenjeni predvsem tujim vlagateljem, domači vlagatelji pa vanje ne smejo investirati. Med onshore sklade štejemo vse sklade, ki so registrirani v državah, kot so npr. Nemčija, ZDA, Italija in Velika Britanija, ne uživajo pa ugodnejše davčne obravnave in so namenjeni predvsem domačim vlagateljem (Jesenak, 2003, str. 20).

Ko vlagatelj razmišlja o investiranju v tuje vzajemne sklade je pomembno, da se pozanima o varnosti le teh. Noben vzajemni sklad ne zagotavlja varnosti glavnice in morebitnega donosa. Samo pri skladih z zavarovanjem glavnice se lahko pričakuje, da bo v najslabšem primeru po določenem obdobju vloženi znesek povrnjen, vendar to niso klasični vzajemni skladi, pri katerih je donos na vložena sredstva odvisen izključno od uspešnosti DZU in njenih upraviteljev. Sklade moramo razlikovati tudi z vidika zaupanja v upravitelja sklada, da nam bo na našo zahtevo vložena sredstva tudi izplačal, in da upravlja sklad v skladu s pravili upravljanja, ki so zapisana v spremljajočem prospektu in po zakonih, ki veljajo v državi, kjer je sklad registriran. Onshore skladi so načeloma bolj varni kot offshore skladi, kar ne velja za sklade registrirane v Luxemburgu, kjer so pravila in zakoni za upravitelje zelo strogi. Domači pravni redi v državah bolj ali manj strogo predpisujejo in nadzirajo delovanje DZU, zato je s tega vidika manj možnosti za zlorabe (Jesenak, 2003, str. 20).

6.3.8.2. Razlike med vzajemnimi skladi in hedge skladi

Hedge skladi so vse vrste investicijskih skladov, partnerskih družb in podjetij, ki investirajo v različne vrste vrednostnih papirjev, tudi opcije in termenske pogodbe, pri tem pa lahko uporabljajo različne tehnike trgovanja, tudi prodajo vrednostnih papirjev brez kritja in bolj ali manj intenzivno koristijo finančne možnosti. V zadnjem letu ponovno pridobivajo na popularnosti, s tem, ko so pred skoraj desetletjem pridobili negativen

sloves. Sedaj v finančnem tisku o njih pišejo zaradi relativno dobrih rezultatov v primerjavi z vzajemnimi skladi. Od vzajemnih skladov se ločijo predvsem po tem, da lahko hedge skladi prodajo vrednostni papir brez kritja²⁰ in ustvarijo pozitivni donos tudi v času padanja tečajev na borzi. Za vzajemne sklade pa velja, da te tehnike trgovanja ne smejo uporabljati. Vrednostni papir morajo najprej kupiti, da ga lahko potem prodajo, profit pa ustvarijo le, če ga kupijo po nižji ceni, kot so ga kasneje prodali. Zato so njihovi donosi v veliki meri odvisni od gibanja tečajev na borzi (Jesenak, 2003, str. 20).

Delovanje vzajemnih skladov je strogo nadzorovano s strani ustreznih nacionalnih institucij za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev (pri nas je to Agencija za trg vrednostnih papirjev, v ZDA pa Securities and Exchange Commission - SEC). Večina hedge skladov pa je registrirana na način, po katerem jih te institucije lahko zelo omejeno nadzirajo. Stroga pravila pa veljajo za javno trženje, oglaševanje in pristop k hedge skladu. Zaradi tega so vse informacije, ki se nanašajo na registrirane hedge sklade (ponudba, prospekti), dostopne samo tistim vlagateljem, ki izpolnjujejo pogoje pristopa k skladu, to je, da imajo več kot 1 milijon dolarjev neto premoženja. Vse napisano pa ne velja, če je hedge sklad ustrezno registriran, čeprav so le-ti v manjšem številu.

Stroški upravljanja hedge sklada so bistveno višji kot pri vzajemnih skladih. Upravitelj hedge sklada lahko poleg upravljaljske provizije, obračuna še nagrado za uspešnost v višini od 10-25% na novo ustvarjenega profita. Vlagateljev strošek pa je tudi vstopna provizija v višini do 6%, ki jih upravitelj v večjem delu ali v celoti prenese na investicijske svetovalce. Upravitelj vzajemnega sklada pa si lahko zaračuna le s predpisi navzgor omejeno upravljaljsko provizijo in si povrne del manipulativnih stroškov (Pinterič, 2003, str. 67).

6.3.8.3. Izbiranje upravitelja tujega vzajemnega sklada

Pri večjih skladih se lahko za več let nazaj preveri njihove rezultate, kar vlagatelju vzbuja večje zaupanje. Poleg tega so večji skladi tudi finančno močnejši in lahko v primeru nepričakovanih zapletov zagotavljajo svojim vlagateljem obljubljene pogoje. Razmere na finančnih trgih se nenehno spreminjajo. Gibanje tečajev obveznic je običajno obratno sorazmerno gibanju tečajev delnic, kar pomeni, da ko tečaji delnic rastejo, tečaji obveznic padajo in obratno. Tudi delnice v različnih gospodarskih panogah se ne gibljejo zmeraj v isti smeri, zato je tudi pravica do brezplačne zamenjave delnic istega razreda, ki jo večji upravitelji dajejo vlagateljem, dobrodošla.

²⁰ Prodajanje vrednostnih papirjev brez kritja pomeni prodajanje delnic ali katerih drugih vrednostnih papirjev, ki si ga hedge skladi pred tem izposodijo pri borzni hiši z namenom, da jih bodo vrnilo ko bo njihova cena padla.

7. SKLEP

Novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je začel veljati 2. januarja 2003, je izpolnil pričakovanja in uskladi zakon z evropskimi direktivami o investicijskih skladih, kar pomeni, da so se možnosti varčevalcev in upravljavcev vzajemnih skladov zelo približale tistim, ki jih le-ti imajo v razvitih ekonomijah, predstavlja pa tudi ugoden vpliv na razvoj slovenskega finančnega trga.

Besedilo zakona zaenkrat ni uspelo razrešiti spornega področja preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb, zaradi česar bo zakon v prihodnosti podvržen dodatnim dopolnilom in spremembam, razen tega pa je enajst investicijskih skladov in družb za upravljanje na Ustavnem sodišču konec maja 2003, sprožilo pobudo za začetek postopka za oceno ustavnosti štirih členov novega zakona.

Novi zakon pomeni liberalizacijo dovoljenih naložb vzajemnih skladov, saj je odpravljena omejitev glede prostega pretoka kapitala. Sedaj lahko vzajemni sklad, če to želi, vse svoje naložbe investira na tuje trge, bodisi v državo članico Evropske unije, bodisi katerokoli drugo tujo državo, v kolikor trg, na katerega investira, ustreza pravilom določenim v zakonu in podzakonskih aktih. Za varčevalce se bo v prihodnosti povečala možnost izbire različnih vzajemnih skladov, saj novi zakon opredeljuje povsem nove, v svetu sicer že uveljavljene oblike vzajemnih skladov. Varčevalcem bo odločitev o varčevanju olajšana z dodatno zahtevo, da mora ime vzajemnega sklada vsebovati označbo osnovnega cilja investicijske politike. Neugoden vidik za varčevalce, ki ga predstavlja ZISDU-1, 2002, so predvsem povečani stroški provizij, pri določanju katerih, bodo družbe za upravljanje imele v prihodnje bolj proste roke. Spremembe in možnosti, ki jih uveljavlja novi zakon, bodo kratkoročno vplivale na precej povečano konkurenco na tem področju, kar pomeni neugoden položaj za manjše upravljavce vzajemnih skladov, ki pri nas prevladujejo.

Varnost vzajemnega sklada je urejena z nadzorom nad poslovanjem vzajemnih skladov, s strani državne institucije, ki jo poznamo pod imenom Agencija za trg vrednostnih papirjev. Dodatno se vzajemni skladi zavarujejo z nalaganjem sredstev na različne kapitalske trge ter razpršitvijo sredstev v različne gospodarske panoge. Varnost varčevalcev v slovenskih vzajemnih skladih je izboljšana z ZISDU-1, 2002 uveljavljenim pravnim institutom skrbniških storitev, saj se izvrševanje poslov v zvezi s premoženjem in denarjem prenaša od družbe za upravljanje na skrbnika, ki mora biti ločena pravna oseba. Večji poudarek zaščiti potrošnikov je omogočen tudi z dopolnjenimi zakonskimi določbami glede preglednosti poslovanja investicijskih skladov in obveščenosti investitorjev ter širše javnosti. Novi zakon uvaja tudi obveznost družbe za upravljanje, da vzpostavijo mehanizme izvensodnega reševanja sporov, kar bo zaščito vlagateljev še povečalo.

Investirana sredstva v slovenskih vzajemnih skladih so v letu 2002 in prvi polovici leta 2003 izredno narasla, doseženi pa so bili, tudi v svetovnem merilu, zelo ugodni donosi. Varčevanje v vzajemnih skladih je v mnogih pogledih ugodnejše, kot na primer varčevanje v borznih hišah ali investicijskem skladu, predvsem pa boljša možnost kot tradicionalno varčevanje v bankah, ki so v zadnjem času izgubile na zaupanju ljudi, kar pa je bila tudi njihova edina prednost.

Moje mnenje je, da smo varčevalci v vzajemnih skladih v Sloveniji z novo zakonodajo dovolj dobro varovani in se lahko za takšno varčevanje odločimo brez posebnih skrbi. To ne izključuje previdnosti pri izbiranju vzajemnega sklada, kamor bomo naložili svoj denar. Zelo dobro je preveriti stabilnost in finančno moč upravitelja vzajemnega sklada ter se seznaniti ali ima jasno začrtano naložbeno strategijo in naložbeno politiko, ki ji dosledno sledi ter jo uporablja že več let. Na posamezniku je tudi, da se odloči, za koliko časa želi investirati ter koliko tveganja in s tem večje donose, si lahko privošči. Glede na to, da se je z uveljavitvijo ZISDU-1, 2002 za slovenske vlagatelje pozitivno spremenilo vplačevanje sredstev v tuje vzajemne sklade in, ker bodo najverjetneje le ti v naslednjih letih postali področje, na katero bo, tudi zaradi agresivne promocije, stopilo čedalje več slovenskih varčevalcev, je sedaj pravi čas za kvalitetno informiranje in strokovno svetovanje tudi na področju tujih vzajemnih skladov.

Sama sem se na podlagi poglobljene analize pravnega vidika vzajemnih skladov v Sloveniji odločila, da bom začela dolgoročno varčevati v enem izmed »preverjenih« slovenskih vzajemnih skladov, čim si bom našla stalno zaposlitev. Da bi bila žrtev kake nove finančne afere, se v tem primeru ne bojim, saj se zavedam, da so bile nekatere prejšnje le rezultat slabega nadzora nad njihovim delovanjem oziroma zakona, ki tega ni učinkovito urejal.

LITERATURA

1. Bošnik Lucija: Vzajemni skladi pred preprihom. *Finance*, Ljubljana, 2002, 117, str. 18.
2. Bošnik Lucija: Vzajemni sklad je vlagatelju bliže kot investicijski. *Finance*, Ljubljana, 2002a, 243, str. 17.
3. Gostiša Jure: Stroški vzajemnih skladov bodo višji. *Finance*, Ljubljana, 2003, 55, str. 17.
4. Gregorič Daniel: Tuji vzajemni skladi bistveno manj donosni kot slovenski, *Finance*, Ljubljana, 2002, 116, str. 18.
5. Jesenak Mateja: Kako do tujih vzajemnih skladov. *Kapital*, Ljubljana, 2003, 310, str. 19-21.
6. Kačič Matej: V skladih milijarda in pol gotovine. *Finance*, Ljubljana, 2003, 92, str. 17.
7. Klapš Srečko: Investicijski skladi obvezno v vzajemce? *Večer*, Maribor, 2002, 269, str. 8.
8. Klapš Srečko: Investicijski kupon bo vrednostni papir. *Večer*, Maribor, 2002, 276, str. 8.
9. Klapš Srečko: Vzajemni skladi bodo tudi na borzi. *Večer*, Maribor, 2002b, 227, str. 8.
10. Kodrič Sandi: Opazno povečanje zanimanja za obvezniške sklade. *Kapital*, Ljubljana, 2003, 309, str. 21.
11. Kodrič Sandi: Preglednost poslovanja vzajemnih skladov. *Kapital*, Ljubljana, 2003a, 313, str. 19.
12. Lubej Samo: Po 2002 se nam bo še kolcalo. *Kapital*, Ljubljana, 2003, 303, str. 17.
13. Lubej Samo: Leto sprememb in novosti. *Kapital*, Ljubljana, 2003a, 305, str. 21.
14. Lubej Samo: Kako gledajo varčevalci na slovenske vzajemne sklade. *Kapital*, Ljubljana, 2003b, 311, str. 17.
15. More Matej: Investicijski skladi in družbe za upravljanje; Osnovne značilnosti novega zakona (ZISDU-1). *Mednarodno poslovno pravo*, Ljubljana, 2003, 168, str. 12-13.
16. More Matej: Investicijski skladi in družbe za upravljanje; Osnovne značilnosti novega zakona (ZISDU-1). *Mednarodno poslovno pravo*, Ljubljana, 2003a, 169, str. 14-16.
17. Pinterič Jan: Bodo z ZISDU zanihali tačaji? *Svetovalec iz Gospodarskega vestnika*, Ljubljana, 2002, 47, str. 48.

18. Pinterič Jan: Varčevanje za hazarderje. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2003, 21, str. 67.
19. Ručna Nataša: Dzujevci ustavne pobude ne nameravajo dati iz rok. Finance, Ljubljana, 2003, 100, str. 7.
20. Slak Sabrina: Uredili samo najnujnejše. Dnevnik, Ljubljana, 2002, 269, str. 9.
21. Smrekar Tanja: Novi ZISDU bo privabil tujce. Finance, Ljubljana, 2002, 229, str. 5
22. Strojani Blaž: Vzajemni pokojninski skladi in vzajemni skladi. Pravniki, Ljubljana, 2002, 1-3, str. 105-121.
23. Toplak Damijan: Lani eksplozija donosov, letos skladov. Večer, Maribor, 2003, 25, str. 8.
24. Toplak Simona: Tone Anderlič: Novi ZISDU tokrat bo. Finance, Ljubljana 2002, 221, str. 5.
25. Tomažin Matej: Prepustiti upravljanje prihodkov vzajemnim skladom ali borznim hišam. Finance, Ljubljana, 72, str. 18.
26. Zorman Gašper: Leto, ki se ga bomo radi spominjali. Kapital, Ljubljana 2003, 304, str. 20.
27. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej d.o.o. 1999. 421 str.

VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.a-tvp.si>], 16.2.2003.
2. Jan Pinterič: Vzajemni skladi. Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 2003b [URL: http://www.vzajemci.com/Mediji/vs_ljse_feb2003.pdf], 16.5.2003.
3. Lastnosti vzajemnega sklada.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsebina/lastnosti_vzajemnega_sklada.htm], 3.2.2003.
4. Poročevalec državnega zbora RS, št. 96/x/2002, 11.10. 2002.
5. Pravila upravljanja vzajemnega sklada.
[URL: http://www.vzajemci.com/splosno_vs/Galileo.htm], 23.2.2003.

6. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (ZDDPO) (Uradni list RS, št. 72/1993).
7. Zakon o dohodnini (Zdoh) (Uradni list RS, št. 71/1993).
8. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) (Uradni list RS, št. 30/1993).
9. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU/94) (Uradni list RS, št. 6/1994).
10. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS, št. 110/2002).
11. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP) (Uradni list RS, št. 55/1992).
12. Zakon o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/1999).
13. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP) (Uradni list RS, št. 6/1994).
14. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) (Uradni list RS, št. 56/1999).
15. Združenje družb za upravljanje. [URL: <http://www.zdu.si>], 23.2.2003.

SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC

ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev, Agencija
EU	Evropska unija
DZU	Družba za upravljanje
KD	Kreditna družba
KDD	Klirinško depotna družba
PID	Pooblaščenca investicijska družba
RS	Republika Slovenija
VEP	Vrednost enote premoženja
ZDA	Združene države Amerike
ZDDPO	Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/1993).
Zdoh	Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 71/1993).
ZGD	Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/1993, 29/1994, 82/1994, 20/1998, 32/1998, 37/1998, 84/1998, 6/1999, 54/1999, 36/2000, 45/2001, 59/2001, 93/2002).
ZISDU, 1994	Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/1994).
ZISDU-1, 2002	Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/2002).
ZLPP	Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/1992).
ZTVP	Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/1994).
ZTVP-1	Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/1999).